

Mesačník o kapitálovom trhu

Neistota

V dôsledku napadnutia Ukrajiny Ruskom sa svet aj kapitálové trhy ocitli pred fázou zvýšenej neistoty. Na rozdiel od „rizika“ so známou pravdepodobnosťou výskytu nie je v prípade neistoty možné predvídať ďalší priebeh. Jednota, s akou boli zavedené sankcie voči Rusku, ako aj prvé signály od oboch krajín, naznačujúce ochotu rokovat', síce dávajú nádej na uvoľnenie napätia, počítať sa s ním ale nedá. Zvýšená neistota tak vedie nielen k vyšším rizikovým premiám na kapitálových trhoch, ale čím dlhšie trvá, tým vyššie reálne ekonomické úpravy možno očakávať. Transmisívnymi mechanizmami sú tu ekonomický „sentiment“, „nálada“, cena ropy a miera inflácie, ku ktorým povedú. História nás pritom učí, že zdvojnásobenie ceny ropy – reálne, teda bez inflačných efektov – zvyšuje pravdepodobnosť recesie. Jediná dobrá správa je, že toto zvýšenie by muselo trvať aspoň dva roky. Z dnešného pohľadu sa to zdá ešte únosné, ale najnovšie zvýšenie ceny ropy Brent na viac ako 100 USD za barel nemôže pokračovať dlho.

Z ekonomického hľadiska sa dôsledky invázie na Ukrajinu dajú zhrnúť takto: vyššia inflácia, nižší rast. Budeme si musieť počkať na to, v akej miere pochopia veľké centrálné banky túto situáciu ako príležitosť pre úpravu svojich stratégií, ako sa u niektorých z nich očakáva. Americký Federálny rezervný systém (Fed) aj Európska centrálna banka (ECB) už nejaký čas čelia inflačnému impulzu, ktorý bol zrejmý už pred posledným zvýšením cien surovej ropy.

Trhovému prostrediu tak naďalej dominuje invázia na Ukrajinu. Dobrá rada pre investorov teda znie: pripravte sa



Dr. Hans-Jörg Naumer
Director
Capital Markets &
Thematic Research

Z ekonomického hľadiska sa dôsledky invázie na Ukrajinu dajú zhrnúť takto: Vyššia inflácia, nižší rast.

28.02.2022

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	398	USA	3 mesiace 0,50
Euro Stoxx 50	3 840		2 roky 1,57
S&P 500	4 374		10 rokov 1,99
Nasdaq	13 751	Eurozóna	3 mesiace -0,53
Nikkei 225	26 845		2 roky -0,45
Hang Seng	22 762		10 rokov 0,19
KOSPI	2 699	Japonsko	3 mesiace 0,07
Bovespa	113 142		2 roky -0,04
			10 rokov 0,20
FX		Komodity	
USD/EUR	1,120	Ropa (Brent. USD/barel)	101,2

na zvýšenú volatilitu. To len zvýši investičnú núdzu, pretože napriek narastajúcej neistote sa 70 % objemu globálnych dlhopisov naďalej obchoduje pod 2% inflačným cieľom ECB. S ohľadom na pokles kúpnej sily to znamená reálne straty.

Bezpečnosť a mier pre každého z nás si želá,

Dr. Hans-Jörg Naumer

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Stabilná ekonomika, ktorá svojimi údajmi pripomína štruktúru zubov píly, stratila zo svojho pozitívneho momentu prekvapenia. Národohospodárov už sotva prekvapia údaje, ktoré sú lepšie než očakávania.
- Podobný obrázok sa objavuje aj pri revíziách očakávaných ziskov podnikov. Pomer pozitívnych a negatívnych revízií ziskov stratil po silnom vzostupe svoju dynamiku.
- Hospodársky rast je mierne ohrozený rastúcou cenou ropy. Energetická náročnosť – nielen priemyselných krajín – sa síce v uplynulých desaťročiach výrazne znížila, čo sa prejavilo aj nižšími (!) emisiami skleníkových plynov. História nás ale učí, že riziko recesie sa za inak rovnakých podmienok zvyšuje po zdvojnásobení cien ropy trvajúcom po dobu dvoch rokov. Na porovnanie: Pred dvoma rokmi stál barel ropy WTI 50 až 60 amerických dolárov.
- Vzhľadom na stále prevládajúce prostredie záporných (reálnych) výnosov pretrvávajú investičná núdza, ktorá by mala štrukturálne zvýhodňovať reálne aktíva, ako sú akcie. Súčasná zvýšená miera neistoty v súvislosti s vojnou na Ukrajine však hovorí v prospech opatrnejšej alokácie.

Akcie:

- Celosvetový prieskum Bank of America medzi manažérmi fondov ukazuje, že ochota riskovať v prípade amerických a technologických akcií klesá. Naproti tomu sa zvýšila popularita surovínových a energetických komodít a akcií britských podnikov. Rastie tiež záujem o akcie z rozvíjajúcich sa krajín. Podľa údajov EPFR však prílev do akciových fondov naďalej pokračoval.
- Časy nadmerných rastov ziskov ako znaku oživenia po vypuknutí pandémie sú podľa všetkého načas preč, ale zisky podnikov by mali aj v budúcnosti pôsobiť stabilizujúco.
- Pri rozlíšení podľa sektorov sa na základe vysokých zásob hotovosti a dopytovej situácie firiem dá predpokladať, že zvládnu inflačné tlaky, poprípade ich dokážu preniesť ďalej. To sa v prostredí rastúcich nákladov na refinancovanie zdá byť ešte dôležitejšie.
- Pomer ceny akcií k ziskom (Shillerov pomer P/E), očistený o hospodárske výkyvy, síce vylučuje vysoké ocenenia, mal by však byť posudzovaný na pozadí nízkych/záporných reálnych úrokových mier.
- Faktory ESG ako kritéria udržateľnosti firiem by mali z dlhodobého hľadiska hrať dôležitú úlohu pri výbere jednotlivých titulov.

Dlhopisy:

- Inflačné očakávania vychádzajúce z prieskumov mienky odbornej verejnosti ukazujú, že profesionálni prognostici sa pripravujú na ďalšie zvyšovanie inflácie. V eurozóne sa medziasom očakáva, že 2 % cieľ ECB bude v tomto roku znateľne prekročený a až v nasledujúcom roku sa podarí dostať sa opäť pod jeho hranicu. V USA sa v roku 2022 počíta s infláciou necelých 5 %, rovnako ako v Spojenom kráľovstve.
- V súvislosti s intenzívnym oživením svetovej ekonomiky a výrazne zvýšenými strednodobými inflačnými rizikami pristúpilo veľké množstvo centrálnych bánk k normalizácii menovej politiky. V nasledujúcich mesiacoch by mohli obavy z rastu úrokových sadzieb (počnúc USA) a blížiaceho sa kvantitatívneho sprísňovania vyvíjať tlak na rast výnosov dlhopisov krajín G4.
- Zdá sa, že v nasledujúcich mesiacoch dôjde v krajinách G4 (počnúc USA) k postupnému zvyšovaniu dlhodobých výnosov.

To by mali sprevádzať aj vyššie krátkodobé výnosy v USA, Spojenom kráľovstve a eurozóne.

- Očakávaný dojazd nákupu dlhopisov Európskou centrálnou bankou v priebehu tohto roku, pretrvávajúce fiškálne riziká (vysoké deficit/zadĺženie) a konjunkturálne následky covidovej recesie by mohli vyvíjať tlak na rast výnosových spreadov medzi dlhopismi periférnych štátov a dlhopismi Spolku.
- Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov denominované v tvrdých i lokálnych menách by mali byť naďalej zatažené finančnými a hospodárskymi dôsledkami pandémie (vrátane pomalšieho postupu očkovania), rastúcou mierou inflácie a potenciálne rastúcimi (reálnymi) americkými výnosmi.
- I tu podlieha vývoj zvýšenej neistote. Invázia na Ukrajinu by mohla zosilniť inflačný impulz v priamej úmere k dĺžke svojho trvania. Zároveň však môže viesť tiež k pomalšiemu prispôbovaniu menovej politiky. V prípade Nemecka sa okrem toho očakáva silnejší fiškálno-politický impulz v rámci výrazného zvýšenia výdavkov na obranu a infraštruktúru a vyšších deficitov.

Meny:

- Americký dolár by mala podporiť hospodárska konjunktúra a Fed. V strednodobom horizonte však zostáva zraniteľný v dôsledku štrukturálnych nerovnováh, ako je napríklad fiškálny deficit.
- Podľa našich vlastných modelových výpočtov sa však zdá, že je voči väčšine mien priemyselných a rozvíjajúcich sa krajín nadhodnotený.
- Pretrvávajú strednodobé zaťažovacie faktory pre zelenú bankovku. Okrem vysokého ocenenia USA naďalej vykazujú dvojitý deficit: nové 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:

- Je až zarážajúce, ako výrazne rozšírili dodávatelia energie v posledných rokoch kapacity obnoviteľných zdrojov energie. Podľa údajov agentúry Bloomberg by sa tento trend mohol v nasledujúcich rokoch ešte zintenzívniť.
- Energetický trh je však aktuálne zatienený ruskou inváziou na Ukrajinu, čo by mohlo zvýhodniť fosílna palivá. Tento vývoj však nie je udržateľný v dvojakom zmysle. „Posun“ ku klimatickej neutralite je v plnom prúde.

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).