

Mesačník o kapitálovom trhu

Reálne výnosy

Inflácia je späť. Prejavuje sa nielen pri každodenných nákupoch, ale aj pri kapitálových investíciách. Nominálne výnosy sa v mnohých častiach sveta zvýšili a vo väčšine krajín sa momentálne opäť nachádzajú nad nulovou hranicou, ale to sú len nominálne výnosy. Teda také, ktoré nezohľadňujú infláciu. A práve tá spôsobuje obrovský rozdiel. Rozhodujúce sú reálne výnosy, inými slovami to, čo z investície zostane, keď si inflácia uhrýzne počas investičného obdobia z výnosov a z investície samotnej.

Situácia vo všetkých hlavných investičných regiónoch je pritom rovnaká: Ak sa od aktuálnych výnosov dlhopisov so splatnosťou od troch mesiacov do tridsiatich rokov odpočítajú inflačné miery príslušného regiónu, sú výsledkom takmer výlučne záporné reálne výnosy. Jasné, tento odhad je iba akousi momentkou, pretože aktuálne miery inflácie nie je možné jednoducho extrapolovať na rôzne investičné obdobia. Ťažko môžeme predpokladať, že inflačné miery ostanú na súčasnej úrovni. Ako však už nejaký čas očakávame, v budúcnosti treba opäť počítať s infláciou.

A nesmieme zabúdať ani na toto: Európska centrálna banka (ECB) chce tak ako tak dosiahnuť v dlhodobom horizonte mieru 2 % ročne.

Zároveň sa vyhliadky globálnej ekonomiky zhoršili vo víre ukrajinskej krízy a pretrvávajúcich problémov dodávateľských reťazcov. Medzinárodný menový fond (MMF) preto napriek nedávnym korekciám naďalej očakáva, že svetové hospodárstvo v tomto roku porastie o 3,6 %. Hoci by táto prognóza znamenala spomalenie oproti roku 2021, stále by bola nad priemerom 3,4 % zaznamenaným od roku 1980. Stagflácia, škaredá kombinácia dlhotrvajúcej hospodárskej stagnácie s vysokou mierou inflácie, ešte nie je hotová vec. Okrem toho už prebieha uvoľnenie opatrení po pandemickej vlny variantu



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

Boj o udržanie kúpnej sily v oblasti kapitálových investícií vstupuje do ďalšieho kola v podmienkach rastúcej inflácie a zvýšenej neistoty. Pozornosť sa akurát presunula zo záporných nominálnych na záporné reálne výnosy.

29.04.2022

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	382	USA	3 mesiace 1,33
Euro Stoxx 50	3 803		2 roky 2,58
S&P 500	4 132		10 rokov 2,86
Nasdaq	12 335	Eurozóna	3 mesiace -0,44
Nikkei 225	26 848		2 roky 0,05
Hang Seng	21 089		10 rokov 0,86
KOSPI	2 695	Japonsko	3 mesiace 0,07
Bovespa	107 876		2 roky -0,05
			10 rokov 0,23
FX		Komodity	
USD/EUR	1,054	Ropa (Brent. USD/barel)	107,8

omikron. Počet denných úmrtí sa celosvetovo výrazne znížil a podľa amerického Inštitútu pre meranie a hodnotenie zdravia (Institute for Health Metrics and Evaluation) by mohol najneskôr do 1. augusta klesnúť na najnižšiu úroveň pandémie. Situácia na trhu práce je v mnohých krajinách napätá a súkromné domácnosti, najmä americké, môžu konečne míňať svoje prebytočné úspory. Vyhliadky na rast v nadchádzajúcom roku teda nie sú vôbec zlé.

Celkovo možno konštatovať, že boj o udržanie kúpnej sily v oblasti kapitálových investícií vstupuje do ďalšieho kola v podmienkach rastúcej inflácie a zvýšenej neistoty. Pozornosť sa akurát presunula zo záporných nominálnych na záporné reálne výnosy.

Úspešné zachovanie kúpnej sily vám praje

Dr. Hans-Jörg Naumer.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

Geopolitická neistota sa na celom svete naďalej zvyšuje.

- Okrem súvisiacich ekonomických rizík existujú aj menovo-politické neistoty spojené s vývojom inflácie.
- V súčasnom prostredí je taktické podváženie akcií jasnou voľbou. Na druhej strane sa komodity ponúkajú ako nadváha.
- Investori so strategickou alebo dlhodobejšou orientáciou sústredia svoju pozornosť na zachovanie kúpnej sily ako na najnižšiu obrannú líniu kapitálových investícií a zameriavajú sa na vecné hodnoty, medzi ktoré patria (kvalitné) akcie ako forma podnikovej účasti.
- Ako naznačujú čisto historické skúmania, vo fázach s medziročnou infláciou menšou ako 6 % sa akciám a podnikovým dlhopisom darilo v priemere lepšie ako štátnym dlhopisom a hotovosti.

Akcie:

- Geopolitické riziká a meniaci sa „inflačný režim“ znižujú „chut“ na kapitálové investície, ktoré sú zvýhodnené skôr cyklicky, teda v závislosti od konjunktúry.
- Celkovo sa ekonomická situácia v posledných týždňoch ďalej zhoršila, čo by malo v budúcnosti negatívne ovplyvniť zisky podnikov. Skôr zdržanlivé výhľady podnikov na nasledujúce štvrtroky by mohli viesť k negatívnym revíziám ziskov.
- Zároveň sa v prostredí zvýšenej volatility javia ako atraktívnejšie akcie, ktoré majú nižšiu „betu“, t. j. menej kolíšu v porovnaní so širokým trhom.
- V Európe sa násobky ocenenia pohybujú približne na úrovni priemeru posledných rokov. Pomer ceny a zisku v Spojených štátoch, vyhladený na desaťročné obdobie, možno stále považovať za zvýšený. Kombinácia slabšieho rastu a vyššej inflácie je nepriaznivým faktorom pre ocenenie akcií.
- [Faktory ESG](#) ako kritériá udržateľnosti firiem by mali z dlhodobého hľadiska hrať dôležitú úlohu pri výbere jednotlivých titulov.

Dlhopisy:

- Trh už očakáva niekoľko budúcich krokov v oblasti úrokových sadzieb zo strany Federálnej rezervnej banky (Fed), ktorá nedávno dala jasne najavo, že chce sprísniť svoj postoj k inflácii. Pri celkovom vážení sú inflačné riziká v súčasnosti silnejšie ako riziká rastu, hoci aj tie sa v poslednom čase zvýšili.
- V inflačnom prostredí by sa mala dĺžka dlhopisov skôr skracovať, to znamená, že by mali byť uprednostňované krátke a stredne dlhé splatnosti pred dlhšími.
- Súčasné rizikové prémie („spready“) proti štátnym dlhopisom spôsobujú, že podnikové dlhopisy s horšou bonitou sa nezdajú byť príliš atraktívne.
- 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:

- Z perspektívy parity kúpnej sily sa americký dolár zdá byť stále nadhodnotený.
- V dôsledku rozdielnej menovej politiky Fedu v porovnaní s ECB alebo aj Bank of Japan (BoJ) by sa však mal naďalej tešiť podpore. O to viac, že aj výnosy amerických štátnych dlhopisov („treasuries“) sú z relatívneho pohľadu atraktívnejšie.
- V prospech „zelenej bankovky“ hovorí tiež to, že americký kapitálový trh sa v nepokojných časoch považuje za „bezpečný prístav“.

Komodity:

- V prostredí prudko stúpajúcej inflácie sa komodity ukazujú ako obľúbená trieda aktív.
- 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.
- Konflikt na Ukrajine zatieňuje energetické trhy: Mnohí zákazníci už nechcú kupovať ruské suroviny, ale kapacity inde sa nedajú zvýšiť okamžite.
- Na strane dopytu je potrebné zohľadniť čínsku stratégiu nulového covidu, ktorá sa môže postarať o určitý útlm.

Investičná téma: Vstúpiť alebo vyčkať?

- Aj pri prevládajúcich záporných reálnych výnosoch platí železné pravidlo: Kto chce dosiahnuť vyššie výnosy, musí byť pripravený prijať vyššie riziko v podobe väčších kurzových výkyvov. Tým sa do popredia dostávajú akciové trhy.
- História ukazuje, že sa to oplátiť počas všetkých vzostupov a pádov, medzi ktorými ale boli aj bolestivé obdobia.
- Vystáva teda otázka: Vstúpiť na akciový kurz, alebo predsa len radšej vyčkať? Neistoty sa zvýšili. Najmä invázia na Ukrajinu vedie k mnohým otázkam. Na čo nesmieme zabudnúť: Rastúca inflácia a centrálné banky, ktoré v globálnom pohľade opäť uťahujú opraty úrokových sadzieb.
- Vstúpiť alebo vyčkať? Tak teda znie otázka. Z hľadiska ekonomického správania rozhodne nie otázka jednoduchá, pretože typicky prevládajúca averzia voči riziku vedie k tomu, že investori majú sklony čakať príliš dlho. Strach zo strát je jednoducho príliš silný. To však môže viesť k premárnenej šanci na výnosy.
- Dobro to ilustruje pohľad do minulosti: Keď napríklad investor investoval v posledných 25 rokoch do globálneho akciového trhu reprezentovaného indexom MSCI World, ale premeškal najlepších 20 dní na burze, dosiahol priemerný výnos 2,7 % ročne. Ak vynechal dokonca 40 najlepších dní, utrpel stratu 0,6 % ročne. Ak naproti tomu investoval po celý čas, tešil sa z ročného výnosu takmer 8 %.
- Prírodzene, toto je pohľad do spätného zrkadla. Minulosť sa sotva bude opakovať v pomere 1:1, ale jej skúmanie je poučné, pretože názorne vysvetľuje náklady vyčkávania.
- Užitočný môže byť postupný vstup na burzu, teda pro rata – po častiach. Pevne sa stanoví suma, ktorá sa má investovať, neinvestuje sa však naraz, ale rozdelí sa na niekoľko rovnakých častok rozložených na určité obdobie. Napríklad na polrok.
- Z hľadiska behaviorálne-psychologického je prijatie nejakej stratégie spojené s [efektom priemerných nákladov známym zo sporiacich programov](#).

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 spoločnosti 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.