

Mesačník o kapitálovom trhu

Slowflácia

Už vlni na jeseň sme na tomto mieste hovorili o „zložitej zmesi“ spomaleného rastu a zosilňujúca sa inflácia. Táto zmes sa vôbec nezmenila a drží kapitálové trhy v šachu. Kde by mohli v nasledujúcich týždňoch čakať príležitosti a kde riziká? Do národných ekonomík čoraz viac preniká inflácia. Najnovšie údaje o inflácii v Spojených štátoch napríklad ukazujú, že takzvaná jadrová inflácia (teda miera inflácie bez volatílnej zložiek energie a potravín) prekvapivo naďalej rastie. Aktuálne medziročne presahuje 6 %, teda trikrát viac, ako je stanovený 2% inflačný cieľ. Mzdové náklady v USA vzrástli v prvom štvrtroku o rekordných 4,5 %. O negatívne prevrpenie sa inflácie postarali aj v ostatných krajinách, hoci nie v takej miere ako predtým. Predovšetkým na úrovni výrobcov je tlak na ceny stále nadmerne vysoký.

To by malo centrálné banky naďalej znepokojovať. Bude treba skutočné odhodlanie a ešte zopár pohybov úrokových sadzieb, aby sa džin inflácie vrátil späť do príslovečnej fľaše. Protiinflačné opatrenia centrálnych bánk zasa pravdepodobne skôr či neskôr spomalia ekonomiku, aj keď ju zatiaľ nezastavia úplne. V najbližšej dobe teda vládne „slowflácia“ namiesto „stagflácie“ – pomalší rast pri zvýšenej inflácii. Prvé príznaky spomalenia spôsobuje samotná vysoká miera inflácie, napríklad čo sa spotrebiteľskej dôvery týka. Rastúce hypotekárne úroky by mohli postupne ochladiť stavebnú konjunktúru spolu s infláciou cien nehnuteľností.

Okrem centrálnych bánk brzdia rast a zvyšujú infláciu dva externé šoky: ruská invázia na Ukrajinu a ťažko kontrolovateľná epidémia omikrónového variantu vírusu covid-19 v Číne. Svetovú ekonomiku spomaľujú predovšetkým účinky politiky „nulového covidu“ v Ríši strediu. Čínu, ktorá bola dlhé roky motorom rastu, je ťažké nahradiť. Čína však nie je len súčasťou problému, ale možno aj jeho riešením. Ak sa má v tomto



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist Global
Economics & Strategy

Bude treba skutočné odhodlanie a ešte zopár pohybov úrokových sadzieb, aby sa džin inflácie vrátil späť do príslovečnej fľaše.

30.05.2022

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	357	USA	3 mesiace 1,60
Euro Stoxx 50	3 822		2 roky 2,47
S&P 500	4 158		10 rokov 2,76
Nasdaq	12 131	Eurozóna	3 mesiace -0,37
Nikkei 225	27 280		2 roky 0,20
Hang Seng	21 415		10 rokov 0,96
KOSPI	2 670	Japonsko	3 mesiace 0,07
Bovespa	111 032		2 roky -0,06
			10 rokov 0,22
FX		Komodity	
USD/EUR	1,076	Ropa (Brent. USD/barel)	121,9

roku dosiahnuť tempo rastu mierne nad 5 % (čo je plán čínskej vlády), je potrebná veľká dávka stimulov. Okrem fiškálnych príslubov verejných investícií do infraštruktúry a možných daňových úľav najmä pre podniky sa na menovej strane nedávno začalo s prekvapivo výrazným znížením päťročných hypotekárnych úrokových sadzieb s cieľom podporiť trh s nehnuteľnosťami.

Dá sa predpokladať, že celkovo bude prostredie „slowflácie“ s rastúcimi obavami o rast a historicky vysokými mierami inflácie pre kapitálový trh aj naďalej náročné. Akcie vybraných spoločností s vysokou kvalitou a odolnosťou a výrazne nižšou cenou by však mohli priniesť prvé príležitosti na vstup pre dlhodobých investorov.

Veľa odolnosti a vytrvalosti na ceste, ktorá nás čaká, vám praje

Stefan Rondorf

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- „Slowflácia“ znamená spomaľujúcu sa dynamiku rastu spojenú s pretrvávajúcou infláciou, nie však „stagfláciou“. V mnohých priemyselných krajinách je rast podporený vysokým počtom nevybavených objednávok a čulým dopytom po službách. Pri pohľade na najbližšie mesiace sa zdá, že riziko recesie je zatiaľ nízke.
- Centrálné banky sú kvôli pretrvávajúcej inflácii nútené sprísňovať menovú politiku až do spomalenia rastu. Aj to hovorí pre nepokojné prostredie kapitálového trhu. Dá sa teda očakávať taktické podváženie akcií. Pokiaľ sa obavy o rast nevymknú spod kontroly, komodity by mali zostať podporované.
- Štátne dlhopisy ako nominálne hodnoty naďalej trpia vysokou infláciou. V USA sa však v najbližších mesiacoch počíta s dostatočným zvýšením úrokových sadzieb, zatiaľ čo v eurozóne ešte bude čo doháňať.
- Investori so strategickou/dlhodobejšou orientáciou sa sústredia na udržanie kúpnej sily ako elementárnej obrannej línie kapitálových investícií. Okrem toho sa zameriavajú na hmotné aktíva, medzi ktoré patria (kvalitné) akcie ako forma účasti v spoločnosti.

Akcie:

- Na akciových trhoch pôsobí prostredie „slowflácie“ predovšetkým ako protiviator ocenení akcií. Aktuálne je pomer ceny a zisku, vychádzajúci z odhadovaných ziskov pre nasledujúcich 12 mesiacov, na mnohých trhoch nižší ako ich 10-ročný priemer.
- Shillerov pomer P/E, ktorý vyjadruje vzťah dnešného kurzu k priemernému ziskom za posledných 10 rokov, sa však zdá byť v prípade USA stále mierne zvýšený.
- Zisky v prvom štvrtroku sa celkovo ukázali ako solídne. V prípade amerických spoločností dosahoval medziročný rast zisku napokon 9 %, v prípade európskych spoločností Stoxx600 dokonca viac ako 40 %. Pri pohľade do budúcnosti sa odhady ziskov na úrovni indexov držia mimoriadne stabilne. Pod povrchom ich výrazne podporuje energetický sektor, zatiaľ čo odhady ziskov spotrebiteľských akcií museli byť v poslednom čase výrazne zrevidované smerom nadol.
- Celkovo sú analytici medzičasom presvedčení viac o raste tržieb ako o raste ziskov. Mnohé spoločnosti vstupujú do čoraz zložitejšieho prostredia s historicky vysokými ziskovými maržami, ktoré môžu byť v nasledujúcich štvrtrokoch ťažko obhájiteľné.
- [Faktory ESG](#) ako kritériá udržateľnosti firiem by mali z dlhodobého hľadiska hrať dôležitú úlohu pri výbere jednotlivých titulov.

Dlhopisy:

- V rámci boja proti inflácii chce americký Federálny rezervný systém (Fed) čo najrýchlejšie zvýšiť úrokové sadzby na takzvanú „neutrálnu“ úroveň, pri ktorej sa ekonomika – zhruba povedané – nespomalí ani nestimuluje. O tom, kde presne sa nachádza táto „neutrálna“ úroveň, sa môžeme len dohadovať. Fed ju v súčasnej dobe odhaduje na 2,5 %, to ale môže byť príliš málo.
- Aj Európska centrálna banka (ECB) nedávno oznámila rýchlejšie sprísňovanie menovej politiky. Peňažný trh pritom očakáva do konca roka 2022 tri až štyri zvýšenia úrokových sadzieb, každé o 25 bázických bodov.
- Napriek vyšším výnosom bude vo výhľade 2 až 3 rokov pravdepodobne aj naďalej veľmi ťažké dosiahnuť kladný reálny výnos zo štátnych dlhopisov. Riziká durácie a zmeny úrokových sadzieb zostávajú zvýšené.

- Úrokové prémie za dlhopisy s vysokým výnosom síce v poslednom období vzrástli, avšak za predpokladu rastúcich úverových rizík v prípade výraznejšieho ochladenia hospodárstva sa zatiaľ nezdajú byť dostatočne vysoké.
- Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov denominované v tvrdých i lokálnych menách by mali byť naďalej zafarbené rastúcou mierou inflácie a potenciálne rastúcimi (reálnymi) americkými výnosmi.

Meny:

- Z perspektívy parity kúpnej sily sa americký dolár naďalej javí ako nadhodnotený.
- V dôsledku odlišnej menovej politiky Fedu v porovnaní s ECB a 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 vysokej inflácie sa komodity javia ako vyhľadávaná trieda aktív. Zdá sa však, že mnohí investori majú medzičasom dostatočnú pozíciu.
- 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.
- Invázia na Ukrajinu zatieňuje energetické trhy: Mnohí zákazníci už nechcú kupovať ruské komodity, ale kapacity inde sa nedajú zvýšiť okamžite.
- Na strane dopytu po komoditách by sa mala zohľadniť čínska „stratégia nulového covidu“, ktorá pôsobí tlmiaco, pretože zatažuje ekonomiku.

Investičná téma: [Vstúpiť alebo vyčkať?](#)

- Aj v prostredí „slowflácie“ s prevládajúcimi zápornými reálnymi výnosmi platí železné pravidlo: Kto chce dosiahnuť vyššie výnosy, musí byť pripravený prijať vyššie riziko v podobe väčších kurzových výkyvov. Tým sa do popredia záujmu dostávajú akciové trhy.
- História ukazuje, že sa to oplátiť počas všetkých vzostupov a pádov, medzi ktorými však boli aj bolestivé obdobia.
- Vyvstáva teda otázka: Vstúpiť na akciový kurz, alebo predsa len radšej vyčkať? Neistota zostáva zvýšená.
- Vstúpiť alebo vyčkať? Z hľadiska behaviorálnej ekonómie to nie je jednoduché rozhodnutie. Pretože zvyčajne prevládajúca averzia k riziku zvädza investorov k príliš dlhému čakaniu. Strach zo strát je jednoducho príliš silný. To však môže viesť ku strate výnosov.
- 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 najlepších 40 dní, utrpel straty 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 stopercentne opakovať. Avšak tento pohľad je poučný, pretože ilustruje cenu čakania.
- Užitočné môže byť vstupovať na burzu postupne, teda pro rata – po častiach. Stanoví sa čiastka, ktorá sa má investovať. Tá sa však neinvestuje naraz, ale rozdelí sa na rovnaké sumy investované počas určitého obdobia. Napríklad v priebehu polroka.
- 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 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).