

# KOMENTÁR

26. mája 2023

## Kostrbatý rast

Akcie od konca minulého roku síce kostrbato, ale predsa len rastú, výnosy na dlhopisoch „kostrbato stagnujú“ alebo mierne klesajú. Zdá sa, že situácia na finančnom trhu sa upokojuje. Alebo ide len o planý optimizmus?

Nuž, tak ako to býva, nájdeme pozitívne a aj negatívne faktory a výsledný názor investorov je prienikom týchto mnohých protichodných síl.

Na tej zlej strane stoja predovšetkým vysoké úrokové sadzby. To sa netýka len USA či Európy, ale napríklad väčšina najväčších ekonomík sveta v zoskupení G20 má dnes sadzby najvyššie od rokov 2007 či 2008, sú teda nadpriemerné a reštriktívne – svet ako celok brzdí. Navyše, v USA a v Európe rástli sadzby veľmi prudko bez toho, aby sme mohli postupne počas rastu „kontrolovať ich účinnosť“, čo zväčšuje budúce riziká.

Zatiaľ je menová reštrikcia úspešná len čiastočne. Inflácia sa síce znižuje, ale len pomaly a nerovnomerne. Za spomalením inflácie stojí hlavne pokles cien energií. A ďalej, ceny tovarov už prestávajú rásť, ale v službách, ktoré tvoria väčšinu vyspelých ekonomík, ceny spomaľujú alebo len veľmi mierne. V USA naďalej prudko rastú ceny služieb spojených s bývaním, ktoré tvoria asi tretinu spotrebného koša a aj ceny rekreácie. V eurozóne okrem oblečenia a obuvi rastú najmä ceny rekreácií, hotelov a reštaurácií.

Centrálne banky to majú teraz komplikované, lebo celkovo je obraz ekonomík veľmi zmiešaný a nečitateľný. Napríklad, priemysel je podľa indikátorov dôvery v USA od jesene a v eurozóne v útlme a napriek tomu priemyselná produkcia je stále silná a neochabuje, dokonca tu rastie aj počet zamestnancov.

Ďalej, na americkom trhu rezidenčných nehnuteľností prudko narástli hypotekárne sadzby, ceny

nehnuteľností klesli a klesli aj objemy nových hypoték. Na druhej strane sa ale predaje nehnuteľností, ako sa zdá, odrazili od dna a rastú. To indikuje budúce oživenie trhu s nehnuteľnosťami, napriek vysokým úrokovým sadzbám.

Odoláva aj centrálnymi bankami ostro sledovaný trh práce, keď miera nezamestnanosti nie a nie podrásť – aj v eurozóne a aj v USA je stále na minimách. To vytvára tlak na rast miezd a tie, súdiac podľa posledných čísel aj v USA aj v eurozóne, rastú príliš rýchlo.

Úrokové sadzby na vklady v komerčných bankách aj v USA a aj v eurozóne rastú, ale len pomaly a zaostávajú za rastom hlavných úrokových sadzieb centrálnych bánk. Vklady obyvateľstva a firiem nepribúdajú, práve naopak, znižujú sa, keď domácnosti takto kryjú nadmernú spotrebu, ktorá stále ťahá ekonomiky dopredu. Pre úplnosť treba ale dodať, že aktuálne sú vklady vyššie ako by v tomto čase boli, ak by nebola koronakríza. Čiže vklady sa momentálne normalizujú.

Toto zmiešané ekonomické prostredie znamená, že sa inflácia znižuje a bude znižovať len pomaly, a zároveň že sa pomaly bude znižovať aj hospodársky rast. Centrálne banky majú dosť priestoru aj na prípadné malé zvýšenie sadzieb a aj na udržanie týchto vysokých sadzieb nejaký čas, povedzme do konca tohto roku, na vysokých úrovniach.

Stále nemožno vylúčiť problémy v bankovom sektore, ktorý nebol pripravený na tak rapídne zvyšovanie sadzieb. Bankový dohľad, aspoň ten americký, doteraz totiž testoval len negatívny scenár, pri ktorom prudko klesalo HDP, o desiatky percent klesali ceny nehnuteľností, ceny akcií atď. a podľa ktorého prudko klesali aj úrokové sadzby. Na opačný scenár, kedy úrokové sadzby prudko rástli, nebol pripravený. A tak sa stalo, že napríklad skrachovaná Silicon Valley Bank

testom prešla bez toho, aby sa identifikovala nejaká hrozba. Teraz sú však už v základom testovacom scenári zakomponované vysoké úrokové sadzby. Riziko, že nejaká významná banka v problémoch prejde sitom regulátora, je malé.

Keďže platí, že kto vysoko skáče, nízko padá a trh nehnuteľností v USA zažil v rokoch 2020 až 2022 dvojciferný nárast cien rezidenčných nehnuteľností a čo je dôležité, aj nadmerný prílev hypotekárnych úverov, je pravdepodobné, že tento segment bude v nadpriemerných problémoch a bude padať nadpriemerne. Podobne, aj v eurozóne rástli ceny rezidenčných nehnuteľností v prvom štvrtroku 2022 medziročne takmer dvojciferné čo bolo ďaleko najviac v histórii menovej únie (odvtedy klesli). Hypotekárne úvery – lebo o to hlavne ide – ale veľmi prudko nenarástli, len mierne nadpriemerne voči posledným rokom.

Celkovo budú mať problémy domácnosti a podniky, ktoré sú veľmi zadlžené k svojim disponibilným príjmom či povedzme prevádzkovým ziskom a kde zároveň hrozí znižovanie tohto príjmu / zisku. Celkovo sa bude zvyšovať miera bankrotov, prudký nárast ale neočakávame, lebo pravdepodobnosť silnej recesie je podľa nás nízka. To by malo držať aj rizikové prirážky podnikových dlhopisov v „primeraných hraniciach“.

V tomto prostredí sú rozumnou investičnou voľbou podnikové dlhopisy s investičným ratingom, kde sú síce rizikové prirážky oproti dlhopisom so špekulatívnym ratingom nižšie, a dokonca viac ako to býva, ale podniky s investičným ratingom sú ziskovejšie než tie so špekulatívnym ratingom a majú tak lepšiu ochranu pred vysokými sadzbami. A vysoké výnosy podkladových aktív (štátnych dlhopisov) platia aj pre ne.

Akcie čelia, tak ako v podstate vždy, dobrým aj zlým faktorom. Medzi tie dobré patrí to, že napriek vysokým sadzbám stále neprichádza recesia. A pritom, keď takto pred niečo vyše rokom boli úrokové sadzby v USA a v eurozóne na nule a boli úvahy o zvyšovaní sadzieb, nikto neuvažoval, že sa dostanú v priebehu roka tak vysoko. Vtedajšie odhady hovorili o sadzbách na 1.00 % či 1.25 %. Samotný FED odhadoval v decembri 2021 sadzby na konci roku 2022 na úrovni 1.00 %, v prognóze z marca 2022 hovoril o sadzbách na konci

roku 2022 na úrovni 2.00 %, v skutočnosti dosiahli 4.50 % (teraz 5.25 %). A pridal k tomu aj kvantitatívne uťahovanie.

ECB v apríli 2022 ešte neuvažovala o zvyšovaní sadzieb, vtedajšia inflácia na 7.4 % bola podľa nej dočasná a zvládnuteľná pomocou nulových úrokových sadzieb. V júni sa banka rozhodla, že zvýši sadzby o 0.25 percentuálneho bodu v júli, ale napokon ich v júli zvýšila o 0.50 percentuálneho bodu. Na konci roku 2022 bola hlavná refinančná sadzba na 2.50 %, a teraz je na 3.75 %. Zároveň banka podobne ako FED kvantitatívne uťahovala a stále uťahuje.

Investori do akcií sa postupne prestali zvyšovania báť a teraz, keď je menová reštrikcia blízko konca, už nie sú sadzby tak veľkým strašiakom.

Za strašiak nepovažujeme ani aktuálne debaty o dlhovom strope. Samozrejme, že nevieme ako to napokon dopadne, ale predpokladáme, že po skúsenostiach s dôsledkami „principiálneho“ postoja pri Lehmann Brothers sa dnes nebudú zodpovední politici zahrávať s ohňom.

Celkovo je teda prostredie pre akcie komplikované, hlavne preto, lebo úrokové prostredie reštriktívne je, reštriktívne bude a navyše táto politika pôsobí s určitým „dojazdom“. Zároveň čoraz výraznejšie sa prejavujú mimoeconomické faktory. Od roku 2021 sa výrazne sa zhoršila aj geopolitická, a teda aj strategická ekonomická situácia.

Doteraz bola jeden z najvýznamnejších faktorov hospodárskeho rastu globalizácia, keď firmy hľadali po celom svete najlacnejšie a najefektívnejšie výrobné možnosti aby tak znížili náklady, a to najmä v Číne, ktorá ponúkla usilovnú pracovnú silu a dobrú infraštruktúru. Dlhé roky rástol medzinárodný obchod rýchlejšie než domáca spotreba a vznikala tak pavučina extrémne previazaných ekonomických vzťahov po celom svete.

Koronakríza ušetrila tomuto systému jasnú ranu, niektoré časti dodávateľsko – odberateľského reťazca zostali kvôli karanténe zatvorené a podniky čelili problémom. Bolo ale jasné, že to raz pominie. Teraz sme ale v ďalšej fáze – politické záujmy niektorých trhových agentov idú proti čisto ekonomickým

pravidlám, medzinárodné prostredie sa komplikuje, deglobalizuje a fragmentuje do hodnotovo blízkych blokov.

Navyše, čistí producenti energií a vzácnych surovín sú predovšetkým nedemokratické a tým pádom nepredvídateľné krajiny.

Ďalej, vojna na Ukrajine sa koncu zatiaľ nepribližuje, a keďže jediným dlhodobým udržateľným a schodným východiskom je kapitulácia ruského režimu, môže to priniesť nepredvídateľné dôsledky. Predpokladáme, že túto vojnu ostro sleduje Čína, ktorej ambíciou je začleniť Taiwan do svojej štruktúry. Pravdepodobne bude ale čakať, kým bude na Ukrajine jasný víťaz alebo aspoň že konflikt bude zamrznutý dlhodobo. V každom prípade ide o riziko pre svetové akcie, už len preto, lebo Taiwan je najväčším výrobcom polovodičov na svete a tie sú extrémne dôležité pri umelej inteligencii všeobecne a napríklad aj pri odklone dopravy od fosílnych zdrojov energií.

Celkovo teda sú akcie ohrozené prísnyimi menovými podmienkami (a teda znižovaním spotrebiteľského dopytu), vysokou konkurenciou na finančnom trhu v podobe vysokých výnosov na „bezrizikových“ štátnych dlhopisoch, nateraz neukončenou debatou o dlhovom strope v USA, vojnou v Európe, čínskymi mocenskými ambíciami, nepredvídateľnými čistými producentami energií.

Na druhej strane, vyspelý demokratický svet už pochopil, že ustupovať agresorovi nie je z dlhodobého hľadiska ani len rozumné a tak vlády sú odvážnejšie, akčnejšie pri presadzovaní svojich obnovených strategických cieľov, obrusujú tak strategické riziká a v podstate tak dláždia cestu pre svoje firmy.

Zároveň, svet sa neustále fundamentálne vyvíja, firmy inovujú a zvyšujú svoju produktivitu takpovediac 24/7, aj v čase, keď to na finančnom trhu nevidno. Krajiny taktiež neustále prechádzajú štrukturálnou zmenou, napríklad starnutím populácie, zvyšovaním podielu služieb na HDP, podielu vedy a výskumu na pridanej hodnote, digitalizáciou a pod. Veľmi významný je nástup umelej inteligencie, súhlasíme s názorom, že je porovnateľný s internetizáciou v 90. a nultých rokoch, ktorá zásadne zvýšila produktivitu práce najmä vo vyspelých ekonomikách.

Preto investovať do firiem pozitívne korelovaných s týmito trendami a s vysokými výdavkami na inovácie má podľa nášho názoru zmysel. V hľadáčíku dlhodobého investora by aj v týchto časoch nemali chýbať technologické firmy, zdravotnícky sektor, energetický sektor a napriek vyššej cene ani americké akcie, kde sú v skutočne dôležitých strategických rozhodnutiach ďalej ako Európa vrátane základnej surovinovej sebestačnosti.

**Richard Tóth**  
hlavný ekonóm

---

**Kontakt:** Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: [research@privatbanka.sk](mailto:research@privatbanka.sk), [toth@privatbanka.sk](mailto:toth@privatbanka.sk). Web: [www.privatbanka.sk](http://www.privatbanka.sk)

**Upozornenie:** Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplývajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.