

KOMENTÁR

22. januára 2021

Zaujímavý rok za nami, zaujímavý rok pred nami

Rok 2020 zostane jedným najpamätnejších rokov v našich životoch.

Január ešte pokračoval v zabehnutých koľajach roku 2019. Obchodná vojna medzi USA a Čínou pokračovala, Veľká Británia bola stále v EÚ. Po zabití iránskeho generála Kásima Sulejmáního v Iraku sa zvýšilo napätie medzi Iránom a USA, Donald Trump sa s Emanuelom Macronom dohodol na odložení digitálnej dane vo Francúzsku a v polovici mesiaca sa podarilo dohodnúť prvú fázu obchodnej dohody medzi USA a Čínou. Potom sa ale už svet začal plne venovať novému fenoménu, záhadnej chorobe v stredočínskom meste Wu-Chan, ktorá sa tam začala šíriť od začiatku roka.

Hoci sa vírus v priebehu niekoľkých týždňov dostal za hranice Číny – najprv do Thajska a hneď do Japonska a Južnej Kórey – finančný trh to stále chápal ako regionálnu záležitosť, ktorá skončí do pár mesiacov tak ako povedzme SARS v roku 2003, berúc do úvahy aj schopnosť Číny s vírusmi si poradiť. Na konci januára ešte zaujal odchod Veľkej Británie z EÚ, a potom sa už svet začal plne „plne venovať“ koronavírusu.

S napätím sledoval jeho postupné rozširovanie, ale zatiaľ bez významnej odozvy na finančnom trhu. Vtedajšie prognózy počítali len s miernym spomalením hospodárskeho rastu za rok 2020 – v Číne o necelé dva percentuálne body, inde vo svete o 0.1 až 0.4 percentuálneho bodu. V druhej polovici februára však začal prudko narastať počet nových prípadov a žiaľ hneď aj úmrtí v Taliansku a svet ako keby precitol. Bolo jasné, že nejde o regionálnu, ale globálnu záležitosť a že sme len na jej začiatku. Behom týždňa padli akcie po celom svete o desatinu, za mesiac o tretinu. Paniku paradoxne urýchlila americká centrálna banka, keď v priebehu dvoch týždňov stiahla sadzby z 1.75% na 0.25%, a tým podčiarkla vážnosť situácie. Už bolo jasné, že bude treba výrazne obmedziť mobilitu obyvateľstva, pozatvárať časti ekonomík a že vzniknú veľké ekonomické škody.

Na druhej strane, okamžite sa aktivovali obrovské stimulačné programy. Autority mali už skúsenosti s hasením prasknutého hypotekárneho problému pred desiatimi rokmi, a tak kroky prichádzali veľmi rýchlo. Centrálné banky po celom svete znižovali sadzby a nastavovali programy likvidity všade tam, kde by mohla vzniknúť platobná neschopnosť. Vládna pomoc sa koncentrovala do troch hlavných oblastí – na priamy transfer peňazí najviac zasiahnutým sektorom, zamestnancom či dokonca celým (nízkoprijmovým) skupinám obyvateľstva, ďalej na odklad daní a ostatných povinností voči verejnej správe a na odklad a zjemnenie podmienok úverových splátok a garancie úverov pre obyvateľstvo a firmy. V polovici marca sa akcie otočili a začali rásť.

Masívne karanténne opatrenia už v apríli spomalili postup vírusu v niektorých veľmi zasiahnutých krajinách (napríklad Taliansko) a v máji sa už vo viacerých štátoch začala postupne zlepšovať dôvera v priemysle aj v službách. Prichádzajúce makroúdaje za minulé mesiace boli samozrejme zlé, ale finančný trh ich ignoroval.

V júni zbankrotoval nemecký poskytovateľ internetových platobných služieb Wirecard, čo bol prvý bankrot člena DAXu v celej histórii indexu.

V júli ďalej narastal počet novonakazených, ale trh sa upriamil na nové vakcíny od spoločností Moderna a AstraZeneca / University of Oxford, ktoré sa začali testovať. Dobrú náladu podporili aj začínajúce debaty o novom stimulačnom balíčku v USA. Akcie ďalej rástli.

V auguste dokonca ešte zrýchlili, keď americká centrálna banka (FED) novelizovala svoj inflačný cieľ. Dovtedy sa mala inflácia držať tesne pod 2%, čo v praxi znamenalo, že keď sa ekonomika dostávala z recesie a inflácia začala z nízkych úrovní stúpať smerom k 2%, banka hneď zvyšovala sadzby, aby inflácia 2% nepresiahla. Prakticky tak bola priemerná inflácia nižšia než 2%. Teraz bude FED sledovať cieľ priemernej 2% inflácie, to znamená v dobrých časoch nechá prejsť infláciu cez 2% vyššie bez toho, aby zvyšoval sadzby. Menová politika bude uvoľnenejšia. V auguste FED zároveň oznámil, že začína budovať nový platobný systém tak, aby všetky platby medzi subjektmi v krajine boli zúčtované a disponibilné v priebehu sekúnd. Výsledok tohto projektu FedNowService má byť účinný najneskôr v roku 2024.

V septembri a októbri sa nálada zhoršila. Najmä v Európe začal opätovne stúpať počet novonakazených, v USA sa zasekli rokovania o novom fiškálnom balíčku. Firemná výsledková sezóna ale prebiehala dobre.

November bol pre akcie rekordným mesiacom, mnohé indexy zaznamenali najväčší mesačný pohyb za desiatky rokov. Hlavnou príčinou bol príchod nových vakcín od spoločností Pfizer / BioNTech, Moderna a AstraZeneca / University of Oxford. Trh potešili aj výsledky prezidentských volieb v USA, v ktorých vyhral predvídateľnejší a „štrednejší“ demokrat Joe Biden.

V decembri sa dobrá nálada udržala, trh ocenil začiatok vakcinácie vo viacerých veľkých vyspelých ekonomikách a aj novú dohodu medzi Veľkou Britániou a EÚ. A obe najdôležitejšie centrálné banky sveta, FED a ECB, rozšírili a predĺžili svoje programy kvantitatívneho uvoľňovania a aj ich perspektívu v podstate donekonečna.

Celkovo bol rok 2020 veľmi zaujímavý a turbulentný. Z pohľadu času sme zaznamenali len jeden zlý mesiac na prelome februára a marca a dva nerozhodné mesiace september a október, zvyšné tri štvrtiny roka panovala na finančnom trhu dobrá nálada.

Zatiaľ zďaleka nemáme k dispozícii všetky významné makroekonomické dáta - budú kompletizované postupne v priebehu nasledujúcich mesiacov – ale finančný trh je uzavretý a možno ho hodnotiť.

V podstate hneď na začiatku pandémie sa vo všetkých vyspelých krajinách dostali úrokové sadzby na nulu alebo blízko nuly. Aktuálne najvyššie sadzby z týchto krajín má

Taiwan (1.125%) nasledovaný Južnou Kóreou (0.50%), ostatné majú menej. Pokles úrokových sadzieb stiahol najmä krátke výnosy štátnych dlhopisov, tam je úrokové riziko najviac podstatné. ECB síce sadzby neznižovala, ale rovnako ako aj iné centrálné banky sveta, mohutne intervenovala, výnosy klesli aj v eurozóne. Odlišná kreditná úroveň krajín tentoraz žiadnu úlohu nezohrala, klesali výnosy štátnych dlhopisov aj rizikovejších krajín Európy. Aktuálne možno na 5 ročnom americkom štátnom dlhopise čakať ročný úrok do pol percenta, na talianskom niečo nad nulu a na nemeckom mínus 0.7 percenta.

Kreditné prirážky k podnikovým dlhopisom na jar prudko vzrástli, ale neskôr postupne klesali až takmer na historické minimum, a to aj v USA a aj v Európe. Významným faktorom tu boli aj špeciálne programy výkupu podnikových dlhopisov zo strany americkej a Európskej centrálnej banky. Keďže ale podkladové aktíva (štátne dlhopisy či úrokové swapy), voči ktorým sa prirážky vyjadrujú, klesali tiež, aktuálne výnosy na týchto dlhopisoch sú v postate okrem amerických dlhopisov so špekulatívnym ratingom veľmi nízke. Po prudkom raste v prvej polovici roka už miera zlyhania úverov v USA od leta a v Európe od novembra klesá.

Akcie po celom svete s výnimkou Európy zaznamenali v roku 2020 rast, v USA a v Ázii dvojciferný. Napríklad americký akciový index S&P 500 dosiahol výnos 16.3% (v EUR +6.8%), čínsky Šanghaj 13.9% (v EUR 11.6%), kórejský KOSPI 30.8% (v EUR 26.7%), a európsky Stoxx 600 klesol o 4%. V USA hrala hlavnú úlohu štruktúra akciových indexov, kde majú vysoké zastúpenie technologické akcie. Tie sú imúnne voči lockdownom, ba dokonca naopak z neho ťažia. Zároveň americké akcie profitovali z bezprecedentnej menovej a fiškálnej politiky centrálnej banky a vlády. V Ázii pomohol hlavne účinný boj s koronavírusom v celom regióne. Európa doplatila na tvrdé lockdowny kvôli prudko sa zvyšujúcemu počtu novonakazených a hlavne množstvu prípadov v nemocniciach. Európa má totiž veľmi prestarnuté obyvateľstvo, ktoré vírus zasahuje najväčšie.

Zo sektorov najviac rástli akcie spoločností v IT sektore a aj akcie v sektore bežnej spotreby, keďže sa tam prejavila snaha vlád udržať domácu spotrebu vysoko aj za cenu obrovských stimulov a rastu verejných dlhov. Slušným tempom rástli aj telekomunikácie. Naopak, veľmi strácal energetický sektor, ktorý ťahala nadol spadnutá cena ropy. Nedarilo sa ani finančníctvu, ktoré trpí poklesom marží pri nízkych úrokových sadzbách a aj problémom či nedostatkom príležitostí na úverovom trhu. V miernom poklese boli aj utility, tie zaostávajú dlhodobo.

Všeobecne sa darilo komoditám dobre, keďže emerging markets, stále najmä Čína, ktoré sú veľkými spotrebiteľmi komodít, si počínali v boji s koronavírusom lepšie ako vyspelé krajiny. Ropa bola výnimkou – prudko klesajúci elastický dopyt nestačila dobehnúť menej elastická a pomalšie klesajúca ponuka. Euro voči doláru posilnilo, keďže dolár stratil po poklese sadzieb časť svojej atraktivity.

Hviezdou roka bol bitcoin, keď profitoval hneď z dvoch faktorov – z obáv pred infláciou kvôli stimulačným programom centrálnych bánk a vlád a z nástupu niektorých inštitucionálnych investorov. Na začiatku roka sa bitcoin predával za 7 158 USD, na jeho konci až za 28 996 USD, zhodnotil tak (v USD) o 400%.

Čo nás čaká v roku 2021?

Pánom situácie bude aj v tomto roku koronavírus. Vynikajúcou správou je, že na trhu máme už dve alebo tri štandardne testované a schválené vakcíny a ďalšie sú na ceste. Na druhej strane je tu niekoľko úskalí.

Po prvé, vakcín nie je dostatok. Koronavírus je akútny globálny problém, ktorý vyžaduje výrobu extrémne vysokého počtu vakcín naraz. Výrobné kapacity sú obmedzené. Druhou zlou správou je komplikovaná logistika a technika očkovania. Minimálne prvá schválená vakcína Pfizer / BioNTech vyžaduje skladovanie pri -80°C , nie je vhodná na použitie v krajinách so slabou infraštruktúrou. Po tretie, nebude možné zaočkovať všetkých a bude potrebné zaočkovať aspoň toľkých, aby sa vytvorila kolektívna imunita, a to homogénne po celom svete. Po štvrté, účinnosť vakcíny nie je trvalá, a preto ak sa nestihne vytvoriť kolektívna imunita dostatočne skoro, bude potrebné očkovanie opakovať. Po piate, účinnosť vakcíny nie je 100%, ale 90% - 95%, to znamená aj zaočkovaní sa môžu opätovne nakaziť. Okrem zníženia účinnosti celkového očkovania to môže byť negatívnou reklamou pre vakcínu a oslabiť záujem o očkovanie.

A po šieste, najväčším problémom sú prípadné mutácie vírusu. Vírus sa v tele hostiteľa replikuje v enormných množstvách, milióny až miliardy kusov a pri každej replikácii hrozí, že sa neuskutoční na 100% a môže urobiť chybu vo svojom genetickom kóde, jedno písmenko (ribonukleotid) vymení za iné. Jedna či dve zmeny ešte nemusia znamenať nič, ale ak sa uskutočnia práve tie zásadné (ako keď pri prepisovaní textu niekedy urobíme takú chybu, o ktorej nevieme, že je len chybou, ale ktorá úplne zmení význam celého textu) alebo sa ich uskutoční viac, v tomto prípade vírus nadobudne iné vlastnosti.

To je aj prípad britskej mutácie, ktorá síce, zdá sa, nespôsobuje vážnejší priebeh ochorenia, ale je podľa posledných odhadov o 56 až 70% infekčnejšia ako doteraz rozširovaný Covid - 19. To samo o sebe je veľmi negatívnou správou, znamená to mnoho ďalších životov a mnoho miliárd nákladov. Aktuálne pribúda celosvetovo okolo 700 tis. prípadov denne, pričom v priebehu roka 2020 do zimy to bolo priemerne 200 tis. denne. Aktuálne je teda pravdepodobnosť mutácie trojnásobne vyššia. A navyše, môže vzniknúť taká mutácia, ktorá bude odolná voči aktuálnym vakcínam. Boli by sme opäť na začiatku. Zničení, unavení, zadlžení.

Boj s vírusom bude pravdepodobne náročnejší, než na čo je trh pripravený. Nálada sa môže zlomiť. Zatiaľ sa lockdownom nevyhneme, minimálne geograficky alebo sektorovo lokálnym.

Určitou protívahou bude pokračujúca „bezlimitná“ stimulačná politika centrálnych bánk a vlád.

Dnes sú úrokové sadzby prakticky na nule a nižšie pravdepodobne už nepôjdu. Ak – tak len depozitná sadzba ECB, ktorá je dnes na -0.50% . Pohyb hlavnej úrokovej sadzby ECB nadol nie je pravdepodobný, a už vôbec nie je pravdepodobný pohyb nahor. Dokonca, už od roku 2010 predpokladáme v eurozóne japonský scenár a tvrdíme, že úrokové sadzby sa v eurozóne už nikdy nebudú zvyšovať.

ECB bude operovať už len s väčším či menším kvantitatívnym uvoľňovaním.

V USA je japonský / európsky scenár zatiaľ vzdialený, ale menej ako pred rokom. V priebehu necelého roka narástol verejný dlh o 20 percentuálnych bodov a rastie ďalej. Budúci rast HDP je anemický, nejde o symetrický V-scenár a celkovo sa časť ekonomickej aktivity nenávratne stratí. FED bude musieť veľmi zvažovať či vôbec zvýši sadzby, aby bol dlh dlhodobo udržateľný.

Navyše, časť dlhu chce umoriť vo vyššej inflácii a aj preto má držať sadzby nízko. Pritom zvýšiť infláciu vo vysoko konkurenčnej ekonomike so stárnúcou populáciou je veľmi ťažké. Napríklad v EÚ a aj v USA sa ročne zvýši podiel obyvateľov v postproduktívnom veku o približne 0.6 percentuálneho bodu (v EÚ o 3 milióny, v USA niečo vyše 2 milióny), a tí majú nižší príjem a nižšiu mieru spotreby ako má produktívna populácia. Smrteľné dôsledky pandémie ktorá zasahuje práve tento segment obyvateľstva, trend len mierne spomalila. A sú aj ďalšie faktory, ktoré si zasluhujú vlastný komentár.

V každom prípade úrokové sadzby v USA by mali zostať nízko ešte dlhý čas, detto v eurozóne. A tak, keďže krátky koniec dlhopisovej úrokovej krivky je v málo rizikových krajinách ovplyvňovaný najmä úrokovou politikou centrálnej banky, nízko by mali zostať krátke výnosy amerických aj európskych dlhopisov. Dlhší koniec v USA je viac náchylný rásť, pretože okrem úrokového rizika je ovplyvnený inflačnými očakávaniami. A môže vzniknúť dojem, že inflácia (v USA) sa zrýchľuje. Ale to bude len dočasné.

Výnosy podnikových dlhopisov ovplyvňuje hlavne úrokové a kreditné riziko. Úrokové riziko je nízke, čo kreditné riziko? Obe hlavné centrálné banky, FED aj ECB vykupujú podnikové dlhopisy a udržiujú nízke kreditné riziko týchto dlhopisov bez ohľadu na ich skutočný stav, bez ohľadu na vysokú, a len mierne klesajúcu mieru zlyhaní (default rate) týchto subjektov a stále nejasnú cestu k svetu bez koronavírusu. Celkové výnosy podnikových dlhopisov sú a aj zostanú nízke. Ešte stále zaujímavý výnos ale ponúkajú americké high yields, na tri roky okolo 4%.

Akcie zaznamenali v minulom roku prudký rast, sú však naďalej prítlačlivé. Celkovo na akcie vplyva síce kostrbatá, ale stále pokračujúca vakcinácia kombinovaná so silnou, až doslova bezbrehou fiškálnou a menovou expanziou. To živí nádej, že koniec tunela sa blíži a zároveň že z neho vyjdeme relatívne bezbolestne. To je všeobecný faktor pre akcie.

Navrch majú americké akcie, pretože tamjšie podnikateľské prostredie je vysoko konkurenčné (vidno to napríklad na trhu práce – zamestnanosť sa na rozdiel od rigidnej Európy teraz zvyšuje rýchlejšie), transformácia ekonomiky je prirodzená a rýchlejšia než inde. Navyše, tamjšie inštitúcie sú flexibilné, efektívne, nemusia napríklad

riešiť záujmy rôznych krajín či úroveň dlhu tak ako v eurozóne. Americké domácnosti majú vysokú mieru spotreby a keďže tá je dlhodobo neelastická (domácnosti len neradi znižujú spotrebu), základný pilier pre zvyšovanie tržieb a ziskov na tamojšom trhu zostáva silný. Nízke dlhopisové výnosy zostanú pre akcie podporou.

Zaujímavým regiónom je aj Ázia, pretože tá má disciplinovanejších obyvateľov a koronakrízou prechádza s najmenšími ekonomickými stratami. A nejde len o súčasné straty, ale nižšie budúce straty - miera zadlžovania je nižšia a o to vyššia bude budúca spotreba. Vcelku zaujímavé sú aj emerging markets. Aj tie prechádzajú koronakrízou celkom dobre, lebo majú relatívne mladé obyvateľstvo. Výhodou pre ne sú aj nízke výnosy v konkurenčných vyspelých krajinách a navyše politika nového prezidenta USA Joe Bidena je predvídateľnejšia a tým pre investorov upokojujúcejšia.

Pokiaľ ide o štrukturálnu zmenu, koronavírus niektoré odvetvia oslabil definitívne, niektoré oslabil dočasne a niektoré naopak posilnil.

V budúcnosti sa uskutoční asi menej business tripov, bude aspoň krátkodobo o niečo nižší dopyt po kancelárskych priestoroch, menej tovaru sa predá v kamenných obchodoch než by sa ho predalo bez koronakrízy. A hoci priemysel bol výrazne menej zasiahnutý ako služby, deglobalizácia bude asi pokračovať – trpieť by mali napríklad dopravné firmy. To je tá prvá skupina.

Na druhej strane, s postupným uvoľňovaním lockdownov sa vrátíme k obľúbeným činnostiam. Ku kultúre, do barov, reštaurácií, fitnesscentier, na kolotoče, budeme cestovať do iných krajín. Pravdepodobne, nielen na chvíľu, aj viac ako sme boli zvyknutí. Uvoľnenie lockdownov bude pôsobiť pre toto teraz „zakázané ovocie“ ako jojo efekt. Tržby a zisky budú nielen dočasne vyššie než by boli bez koronakrízy. V „eufórii“ môžeme uskutočniť veľké investičné rozhodnutia, ktoré sme doteraz odkladali, napríklad si kúpime auto.

Tretiu skupinu akcie tých firiem, ktorým sa darilo aj cez koronakrízou. Ide o technologické firmy, farmaceutické firmy, e-commerce. Tie sú, súdiac podľa price to earnings ratio, o niečo drahšie, ale investície do nich sú zmysluplné aj teraz.

Neskôr, tak ako sa bude blížiť koronakríza ku koncu, pozornosť budeme asi viac venovať kvalitatívnym otázkam ľudského života, udržateľnému rozvoju, životnému prostrediu. Ohrozené budú napríklad firmy, ktorým hrozia uhlíkové dane. Ale najprv musíme koronavírus postupne poslať do histórie. Tá cesta je ale dnes ešte stále dlhá a kľukatá.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: 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.