

Akcie áno, ale...

Od začiatku roka sledujeme dramatický vývoj na dlhopisovom trhu s problematickým Gréckom, z mien sa zaujímavo vyvíja najmä eurodolarový pár a na komoditnom trhu ceny ropy opätovne prekračujú úroveň 80 dolárov za barel. Vývoj na akciovom trhu však nie je o nič menej zaujímavý.

Hneď na úvod roka pokračovali akcie v raste z predchádzajúceho roka. Dobrú náladu podporili viaceré fúzie a akvizície vo viacerých sektoroch, pričom najviac „zaujalo“ prevzatie britskej cukrovinárskej firmy Cadbury americkou potravinárskou firmou Kraft Foods. Prichádzajúce makrosprávy boli poväčšine pozitívne, najmä indikátory podnikavých nálad vo viacerých krajinách. V strede mesiaca sa situácia začala obracať, keď viaceré podnikové výsledky za 4Q 2009 sklamali a napríklad sa zvýšili povinné minimálne rezervy v Číne. 20. januára trhom otriasla úvaha amerického prezidenta limitovať veľkosť bánk a obchodov bánk na vlastný účet. Tým by sa z trhu stratila významná časť likvidity. Akcie začali okamžite klesať. Pokles cien akcií podporili tentoraz menej optimistické makroekonomické údaje z viacerých trhov, pričom zvláštnu pozornosť si vyslúžili slabnúce nemecké priemyselné objednávky a americký trh práce. Trhy padali až do konca prvej februárovej dekády. Americký S&P 500 stratil 8.1%, európsky DJ Eurostoxx 600 8.8%, japonský index Nikkei 225 znížil svoju hodnotu o 8.5% a index rýchlo sa rozvíjajúcich krajín v lokálnych menách MSCI Emerging Markets Local o 9.3%. Potom prišli viaceré priaznivé výsledky, najmä z bankového prostredia. Zároveň, eurozóna vyslala Grécku priaznivý signál a akcie začali rásť. Neskôr ich podporili najmä americké dáta, ale napríklad aj vysoké tempá rastu priemyselnej produkcie v krajinách BRIC a rast exportu v Číne. Do polovice marca tak akcie straty eliminovali a od začiatku roka bol S&P 500 v zisku 4.6%, DJ Eurostoxx 600 +2.9%, Nikkei 225 +2.8% a MSCI EM Local +0.4%.

V krátkodobom a strednodobom horizonte hovorí pre ďalšiu rast akcií viac argumentov ako proti nemu. Po prvé, vlády stále pokračujú v masívnej fiškálnej stimulácii. Krajiny eurozóny by mali podľa odhadov Európskej komisie rok 2009 uzavrieť so schodkom verejných financií na úrovni 6.5% HDP, v roku 2010 by to malo byť 7% a v roku 2011 napriek očakávanému rastu HDP o 1.5% stále vysokých 6.5% HDP. Podľa Bieleho domu by sa mal federálny deficit (USA) na úrovni 10.2% v roku 2009 zvýšiť v roku 2010 na 10.6% a opadávať by mal až v roku 2011, keď sa z hodnoty 8..3% HDP mal postupne dostať k 3.6% v roku 2018 (...). Navyše, časť deficitov je tvorená účinnosťou automatických stabilizátorov, ktoré zabezpečujú časť domáceho dopytu.

Ďalej, centrálné banky pokračujú v masívnej menovej stimulácii. Svetové úrokové sadzby sú na historických minimách. Pri vyspelých krajinách sa pohybujú od 0.1% v Japonsku po 0.75% v Dánsku s výnimkou Nórska, Austrálie a Nového Zélandu, pričom v Austrálii a Nórsku sa už sadzby dokonca zvyšovali. Centrálné banky používajú aj iné nástroje na podporu likvidity, rôzne programy pre bankový sektor, rozšírené akceptácie kolaterálov a pod. Zatiaľ nesignalizujú stiahnutie likvidity. Prvou lastovičkou normalizácie pomerov (okrem Austrálie a Nórska) bolo zvýšenie diskontnej sadzby v USA, samotné zvyšovanie úrokov v eurozóne, USA a v Japonsku v blízkej budúcnosti neočakávame. Celková spotrebiteľská inflácia bola v januári 2010 spomedzi krajín eurozóny, Veľkej Británie (UK), USA, Kanady a Japonska medziročne najnižšia v Japonsku na -1.3% a najvyššia v UK na úrovni 3.5%. Eurozóna bola na 1% a USA na 2.6%. Centrálnymi bankármi ostro sledovaná jadrová inflácia (bez energií a potravín) bola medzi -1.2% v Japonsku a 3% v UK, pričom v eurozóne 0.9% (najviac v Taliansku 1.6%) a v USA 1.6%. Inflácia bola teda pomerne vysoká len v UK, kde bola ovplyvnená najmä poklesom libry. Inflácia nemala nikde výrazne vzostupnú tendenciu. Navyše, stále sú prítomné protiinflačné faktory. V USA stále pokračujú procesy, ktoré vedú k znižovaniu domácej spotreby – trh práce stále oslabuje, miera úspor rastie a domácnosti sa postupne oddzujú. Exportne

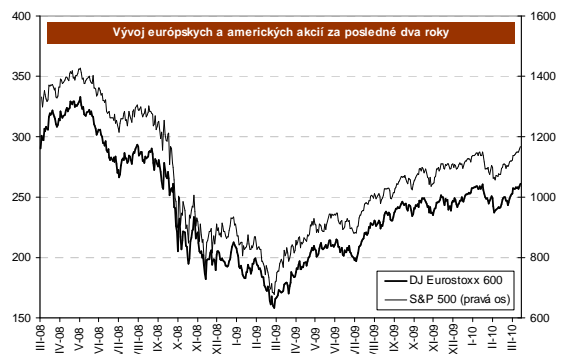
orientovanú eurozónu doteraz dusilo silné euro. Inflačný potenciál je stále nízky a úrokové prostredie tak vytvára prebytok likvidity.

S predchádzajúcim bodom súvisia aj nízke výnosy na dlhopisoch. Tie by mali viesť v prvom rade k záujmu investorov o akcie renomovaných, stabilných, dobre manažovaných firiem s vysokým dividendovým výnosom, napríklad v sektore rozvodných podnikov. V strednodobom horizonte, pri veľmi pomalom a postupnom oživovaní by tieto dividendy pravdepodobne klesali. Nízke dlhopisové výnosy by stimulovali dopyt po akciách všeobecne.

Ďalej, podľa nášho názoru nehrozí v blízkej budúcnosti default veľkého významu alebo nejaká iná významná šoková udalosť, ktorá by zvrtila sentiment na výraznú zostupnú trajektóriu. Platí to aj pre „neznáme neznáma“ – jednoducho veríme, že svetové elity „hedžujú“ svet pre zničujúcimi udalosťami typu bankrot Lehman Brothers, a to aj pred tými, ktoré dnes nevieme predvídať. A to aj preto, že cesta obnovy dôvery by bola oveľa nákladnejšia, náročnejšia a pri horšej dlhovej kapacite verejných inštitúcií.

A napokon, najmä zo strednodobého hľadiska, kríza vedie podniky k väčšej súťaživosti a efektívnosti. Pri nižších podnikových tržbách, produkcii je jednak na zvyšovanie kvality produkcie jednak „čas“ a jednak tlak na odbytovom trhu prirodzene zvyšuje tlak na produkčnom trhu. Tieto procesy môžu viesť nielen k zvyšovaniu pridanej hodnoty samotnej produkcie či k rýchlejšiemu uvádzaniu novinek na trh, ale aj zvyšovaniu efektívnosti technologických procesov a tým k vyšším ziskom.

Na druhej strane, fiškálna expanzia, spomínaná vyššie, môže pôsobiť aj proti rastu cien akcií. Stenčujúce sa rozpočty vlád budú viesť k „uťahovaniu opaskov“ daňovníkov v budúcnosti prostredníctvom vyšších daní, v dlhodobom horizonte kvôli starnutiu populácie aj k zvyšovaniu odvodov. Zvyšovanie podnikových daní je v situácii cirkulujúceho svetového kapitálu veľmi citlivé a tak vlády sú odsúdené buď koordinovať svoje kroky na poli priamych daní alebo sústrediť sa na zdaňovanie spotreby. V každom prípade sú ohrozené najmä tie odvetvia, ktoré nemožno v krajinách s vysokým verejným dlhom „autosorovať“, napríklad rozvodné podniky, telekom či maloobchod. Daňovým tlakom na domácu spotrebu sú ohrozené zase odvetvia, ktorých produkcia je citlivá na príjem (elastická), napríklad luxusné tovary. Ohrozené sú krajiny s vysokým verejným dlhom, napríklad USA, UK či Grécko.



Ďalšou hrozbou pre akcie je postupné oddzovanie súkromného sektora (domácností a firiem), tzv. deleveraging. Tento proces je prirodzenou kombináciou postupného maturovania úverov, absencie nových úverov a rastu úspor obyvateľstva. Výsledkom je tlak na pokles spotreby domácností. Oddzovanie je spravidla prudšie v tých krajinách, ktoré zažili bublinový rast a veľký nárast trhu nehnuteľností, napríklad v USA, Španielsku, Írsku, UK. Na druhej

strane, práve v týchto krajinách sa spravidla najviac verejne zadlžuje a toto eliminuje účinky súkromného oddlžovania na spotrebu.

Rizikom pre akcie by bol aj nadpriemerný rast cien ropy, ktorý by zvýšil nákladovú časť podnikových výsledkov a čiastočne aj znížil kúpyschopný dopyt na trhu.

Z krátkodobého a strednodobého hľadiska tak možno očakávať rast akcií, na druhej strane však výrazne narastá pravdepodobnosť korekcií.

Z dlhodobého hľadiska nie sme pri akciách (vyspelých krajin) veľmi optimistickí. Ak zoberieme dlhodobé americké údaje, kým v rokoch 1947 až 1982 rástol americký nominálny HDP priemerne rýchlejšie ako akciový index S&P 500, po roku 1982 sa pomer obrátil. Zisky podnikov veľmi neutrpeli (P/E sa veľmi nemenilo). Časť nadmerného rastu ziskov oproti HDP musel teda nevyhnutne pochádzať pri prehlbujúcom sa schodku bilancie tovarov a služieb zo zadlženia. To je dlhodobo neutržateľné.

Podobne, za posledných 10 rokov bol priemerný medziročný rast produktivity práce, meranej ako HDP na odpracovanú hodinu, „v menej bublinovej“ eurozóne 1.8% a vo „viac bublinových“ USA 2.7%, keď navyše maturovali vplyvy poslednej veľkej technologickej zmeny – internetizácie. Pri súčasných technológiách sú možnosti mohutného rastu produktivity obmedzené. Tá je odkázaná najmä na „prirodzený rast“, ako dôsledok drobných vynálezov na mikroúrovni, naberaním skúseností v práci. Nepredpokladáme však vyšší vplyv ako 2% medziročne. Taktó, bez takejto významnej technologickej zmeny alebo inej (spoločenskej), ktorá bude znamenať skok v produktivite práce, je viac ako povedzme trojpercentné tempo rastu týchto maturujúcich ekonomík podozrivé. Pri povedzme 2 – 3 percentnej inflácii a vyššej konkurencieschopnosti členov akciových indexov oproti celej ekonomike, je podozrivé aj vyššie ako povedzme 8% medziročné tempo rastu akciového indexu vyspelej maturujúcej ekonomiky.

Zatiaľ nevidíme dlhodobý dôvod na „plošný rast“ regionálnych akciových indexov v maturujúcich vyspelých krajinách v zmysle odozvy na štrukturálnu zmenu v regióne, ktorý index zastupuje. Výnimkou je celosvetovo nadpriemerný rast sektora (alebo ojedinele

firmy), ktorý je v indexe silne zastúpený a ktorý vyvolá produktívny rast akciového indexu. To však neznamená, že tieto indexy krátkodobo a možno aj strednodobo rásť nebudú. Napokon, bublinový investor, ak vie identifikovať prasknutie bubliny skôr ako k nemu dôjde, máva vyšší výnos ako dlhodobý fundamentálny investor, ktorý sa, navyše, môže tiež myliť.

Dlhodobý priestor vidíme skôr na strane akciových indexov rozvojových krajín, najmä v tom regióne, ktorý v minulosti dokázal prekročiť svoj tieň, tzn. v juhovýchodnej Ázii, najmä v Číne (kde je pri účinnej politike silná štátna ideologická motivácia byť úspešnou krajinou) a v krajinách susediacich s Čínou. Sekundárne z vyspelých krajín by mohla profitovať Austrália a povedzme Japonsko. Tieto krajiny by mali v strednodobom horizonte v raste akcií predčiť priemer vyspelých krajín.

Ďalší priestor na rast cien akcií vidíme vo firmách, ktorých produkt je z krátko a najmä dlhodobého hľadiska neelastický a mierne zvýšenie dopytu (kvôli rastu príjmu, kvôli rastu populácie) môže celosvetovo zvýšiť cenu a následne hodnotu akcie firmy. Tu vidíme stále priestor pre energetické, ťažobné a spracovateľské a potravinárske odvetvia. Patria tu však aj komplementárne odvetvia napríklad železnice. V prípade silného zastúpenia firmy alebo sektora v národnom indexe možno prirodzene očakávať rast aj národného indexu.

A napokon, očakávame rast hodnoty tých firiem, ktoré dlhodobo a najmä efektívne vynakladajú vysoký podiel z cash flow na výskum a vývoj (vrátane napríklad vzdelávania zamestnancov) a majú predpoklad dlhodobého zvyšovania pridanej hodnoty svojej produkcie. Tu radíme najmä technologické (telecom, IT) a zdravotnícke firmy.

A teda zjednodušene, portfólio zložené z akcií ázijských, ťažobných, technologických a zdravotníckych firiem, a ďalej tých firiem, ktoré vedú výrobu „outsorsovateľne“, by malo mať oproti zvyšku akciového trhu dlhodobo vyššiu výnosnosť.

Richard Tóth
Hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. 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 vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.