

KOMENTÁR

19. februára 2021

Akcie na druhý pohľad

Koronakriza ešte zďaleka nie je na konci, ale akciám to vôbec neprekáža a ich ceny rastú a rastú. Občas vznikajú špekulácie, že sú predražené. Sú?

Mnohé parametre, ktoré používame na oceňovanie akcií, sú teraz veľmi vysoko. Najpoužívanejší z nich je pomer aktuálnej ceny akcie k zisku na akciu za posledných 12 mesiacov, tzv. price to earnings ratio (P/E ratio). Pri americkom indexe S&P 500 je teraz hodnota tohto ukazovateľa približne 32, čo je najviac v histórii indexu od roku 1954. Obrovské hodnoty P/E sú napríklad aj v Európe – pri nemeckom DAXe okolo 50, pri talianskom FTSE MIB takmer 90 a pri britskom FTSE 100 dokonca až 220.

Na druhej strane ale v minulom roku tržby a zisky firiem v niektorých segmentoch ekonomiky kvôli karanténym opatreniam prudko klesli a teraz sa rýchlo vracajú späť k predchádzajúcim úrovňam. A teda, tak ako sa bude rýchlo zvyšovať „E“, hodnota zlomku P/E sa v zníži aj bez toho, aby kleslo „P“ (ceny akcií). Ak by bol 12 mesačný zisk firiem v indexe S&P 500 teraz na rovnakej úrovni ako bol pred koronakrízou, P/E indexu by nebolo 32, ale 25. To už samozrejme vyzerá oveľa lepšie.

Ďalej, ceny akcií treba vnímať v kontexte ceny konkurenčných aktív - dlhopisov, predovšetkým štátnych dlhopisov. Totiž, trh štátnych dlhopisov je v objemovo podobný akciovému trhu, a zároveň ceny bezpečných štátnych dlhopisoch zvyčajne negatívne korelujú a akciami (pri raste cien akcií väčšinou klesajú ceny dlhopisov a naopak). Tým vytvárajú v rozhodovaní investora protipól voči akciám.

Podnikové dlhopisy vecne a akciami súvisia viac, ale trh týchto dlhopisov je výrazne menší než akciový trh a navyše ceny korelujú pozitívne. Nevytvárajú tak pre investora vhodnú alternatívu z hľadiska rozhodovania o základnej alokácii jeho peňazí.

Určitým spôsobom je možné porovnať ocenenie dlhopsového trhu a akciového trhu. Otočme zlomok „price to earnings“ na „earnings to price“, a získame tak pohľad na to, aký zisk na akciu za posledných 12 mesiacov prináleží na jeden investovaný dolár či euro. To je porovnateľné s výnosmi dlhopisov.

Teraz je síce pomyselná výnosnosť akcií (pomer ziskov k cene) nižšia ako bývala v minulosti (logicky, alebo P/E je vyššie ako v minulosti), ale stále je vyššia ako výnosnosť štátnych dlhopisov na akejkoľvek splatnosti v rovnakom štáte. Zhodný záver dostaneme aj pri podnikových dlhopisoch¹.

Pozrime sa cenu akcií aj z pohľadu dividendových výnosov, ktoré predstavujú pomer dividendy na jednu akciu a ceny jednej akcie. Dividendy sú v absolútnych hodnotách a menia sa (postupne zvyšujú) zvyčajne raz za čas a na základe rozhodnutia valného zhromaždenia. Cena akcie sa ale mení na trhu neustále. A teda, ak sa dividenda (ešte) nezvyšuje a zároveň sa už zvyšuje cena akcie, potom sa celkový

dividendový výnos znižuje. Nižší dividendový výnos teda indikuje, že akcia je drahá.

Dividendový výnos je pri americkom S&P 500 aktuálne približne 1.5%, pri nemeckom DAXe 2.5%, talianskom FTSE MIB 2.8% a britskom FTSE 100 3.3%. Aktuálny dividendový výnos je všade nižší ako tomu bolo v minulosti, zdá sa teda, že akcie sú predražené.

Na druhej strane je ale teraz výnos 10 ročného amerického štátneho dlhopisu 1.3%, nemeckého -0.4%, talianskeho 0.5% a britského 0.6%. A teda aj v USA, a hlavne v Európe sú výnosy dlhopisov nižšie ako je dividendový výnos príslušných národných indexov. Ak by sme išli na kratšie splatnosti dlhopisov, rozdiel by bol v prospech akcií ešte vyšší. Z pohľadu dividend sú teda akcie v porovnaní s dlhopismi atraktívnejšie.

Nadhodnotenost' či podhodnotenost' akcií možno sledovať aj pomocou tzv. Buffetovho indikátora (podľa slávneho investora Warrena Buffeta). Vyjadruje pomer trhovej kapitalizácie verejne obchodovateľných firiem v USA (ich trhovú hodnotu vyjadrenú ako počet emitovaných akcií krát trhovú cenu) k HDP. Ak je tento pomer vyšší ako dlhodobý priemer, akcie sú nadhodnotené a naopak.

Trhovú kapitalizáciu získame ťažko, ale možno si pomôcť indexom Russel 3000, ktorý je dostatočne reprezentatívny. Zahŕňa totiž prvých 3 000 najväčších firiem v USA obchodovaných na burze. Trhová kapitalizácia indexu dosahuje aktuálne 43.4 bilióna USD, približne 200% ročného HDP krajiny. Je to ďaleko najvyššia hodnota v histórii indexu a za posledné mesiace prudko vzrástla. Priemer za posledné roky je okolo 140%. Podľa tohto sú akcie veľmi predražené.

K tomu ale treba povedať dve poznámky. Po prvé, trhovú kapitalizácia je ocenenie budúcej perspektívy firiem, kým HDP je vyčíslenie minulého výkonu ekonomiky. A teda, ak bude HDP v budúcnosti rásť (malo by pri súčasnom V-scenári oživenia dokonca rýchlejšie než „zvyčajne“) a ceny akcií neporastú, Buffetov indikátor sa zníži.

A po druhé, Buffetov indikátor je opäť potrebné porovnať s dlhopismi, a teda de facto s verejným dlhom. Ten je aktuálne v USA na úrovni 135% HDP, čo je rovnako najviac v histórii. Na druhej strane treba priznať, že rozdiel medzi Buffetovým indikátorom a verejným dlhom je 65 percentuálnych bodov, bývala nižší. Naposledy bol tak vysoký rozdiel v roku 2007.

A na záver porovnajme aktuálne hodnoty indexov s trendom sa posledné roky. Americký index S&P 500 je teraz nadhodnotený, je asi o 10% vyšší ako by bol, ak by sa zvyšoval podľa trendu z posledných rokov. Európske indexy sú naopak 5% až 10% percent pod trendom.

Na prvý pohľad sa zdá, že americké akcie sú nadhodnotené a európske podhodnotené. Ale to by bolo príliš zjednodušujúce. Veď teraz predsa prebieha štrukturálna

transformácia spoločnosti smerom k vyššiemu podielu technológií a tie sú v americkom indexe zastúpené viac ako v Európe.

Ďalej, podnikateľské prostredie v USA je dobré a efektívne pomáha celkovej zmene štruktúry ekonomiky. Koronakríza tak môže pre USA predstavovať využitú príležitosť na zmenu. Európa je skostnatejšia, s horšími podmienkami na podnikanie. Okrem toho v USA je aktuálna fiškálna expanzia silnejšia.

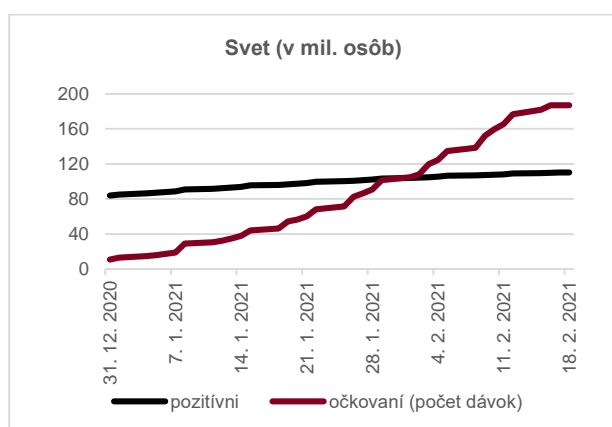
A tak sa môže stať, že americké akcie nie sú síce voči trendu nadhodnotené, ale zároveň len odrážajú efektívnejšiu zmenu prostredia. A rovnako „podhodnotené“ európske akcie len spravodlivo odrážajú slabú štrukturálnu odozvu európskej ekonomiky. Celkovo tak teda nemožno na základe trendu jednoznačne povedať, že akcie sú nadhodnotené či podhodnotené.

V najbližšej budúcnosti budú akcie podporené dvoma hlavnými faktormi.

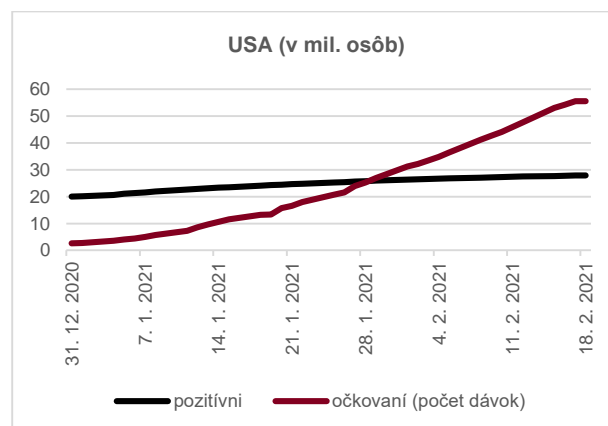
Prvým a dôležitejším z nich je vakcinácia populácie. Teraz sa podáva jedna dávka vakcíny po celom svete asi 7 miliónom osôb denne (niektorým osobám prvá, niektorým už druhá dávka). A teda, vzhľadom na to, že nateraz všetky schválené vakcíny sú dvojdávkové, denne sa priemerne plne zaočkuje asi 3 a pol milióna ľudí. Toto tempo sa môže zdať pomalé, ale v budúcnosti sa nepochybne zvýši.

Zároveň teraz po celom svete pribúda asi 600 tis. nových prípadov denne, o 100 tis. prípadov menej ako pred mesiacom. S pokračujúcou vakcináciou sa tieto prírastky budú postupne znižovať.

Je tu ale veľká neznáma, ide o mutácie vírusu (zmienili sme sa o nich v predchádzajúcom komentári). Veľkým nešťastím by bola situácia, ak by na niektoré rýchlo sa šíriace mutácie aktuálne vakcíny nezaberali a ani by vakcíny nebolo možné rýchlo modifikovať. To je obrovské riziko pre akcie.

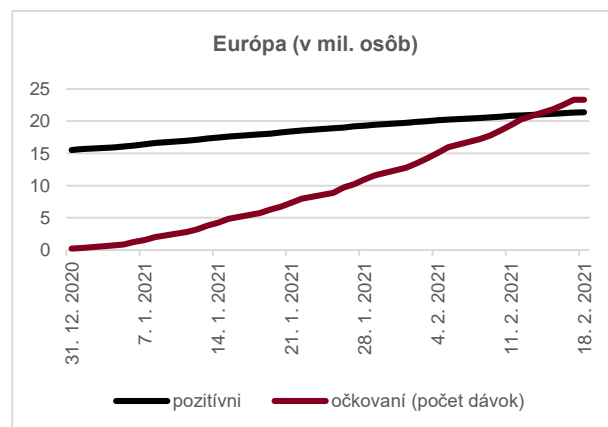


V USA sú schválené dve vakcíny – Pfizer & BioNTech a Moderna. Doposiaľ sa podalo približne 60 mil. dávok, denne okolo dvoch miliónov a tempo sa postupne zvyšuje. Zároveň v Spojených štátoch klesá počet novoinfikovaných. Kým v prvej polovici januára to bolo priemerne 320 tis. osôb denne, v druhej polovici januára 240 tis. a vo februári už len 140 tis. osôb denne.



V Európe je očkovanie pomalšie. Denne sa tu zaočkuje aspoň jednou dávkou necelý milión obyvateľov, čo je vzhľadom na podobnú veľkosť populácie polovičné tempo oproti USA. Pritom Európa má schválené až tri vakcíny (okrem Pfizer & BioNTech a Moderny aj britskú AstraZeneca & University of Oxford) a v polovici februára začalo očkovať svojich občanov Maďarsko ruským Sputnikom V.

V Európe tiež klesá počet novoinfikovaných, ale pomalšie než v USA. V prvej polovici januára pribúdalo denne asi 190 tis. prípadov, v druhej polovici 180 tis. a vo februári asi 140 tis. Pomalšie očkovanie v Európe predlžuje karanténne opatrenia a spôsobuje priame ekonomické škody, nvraviac o zdraví a životoch. Navyše, v konkurenčnom boji znevýhodňuje Európu voči USA.

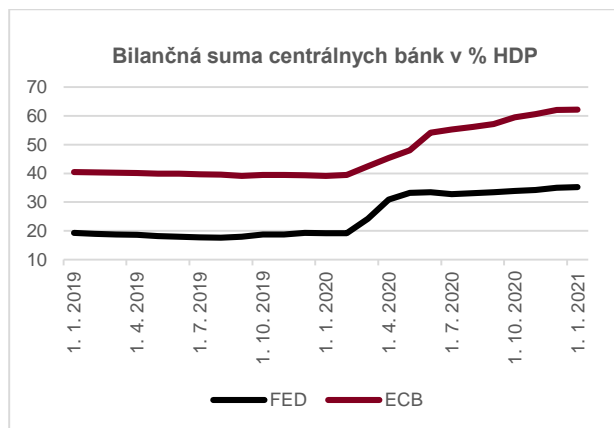


Popri očkovaní je druhým dôležitým faktorom podpory akcií pokračujúca menová a fiškálna stimulácia v USA, v Európe a inde.

Od marca minulého roku doteraz sa vďaka rôznym stimulačným programom zvýšila bilančná suma (majetok) americkej centrálnej banky zo 4.2 bil. USD na 7.6 bil. USD (o 3.4 bil. USD, o približne 15 percentuálnych bodov HDP na 35% HDP USA) a zvyšuje sa ďalej. V rovnakom období zvýšila Európska centrálna banka svoj majetok zo 4.7 bil.

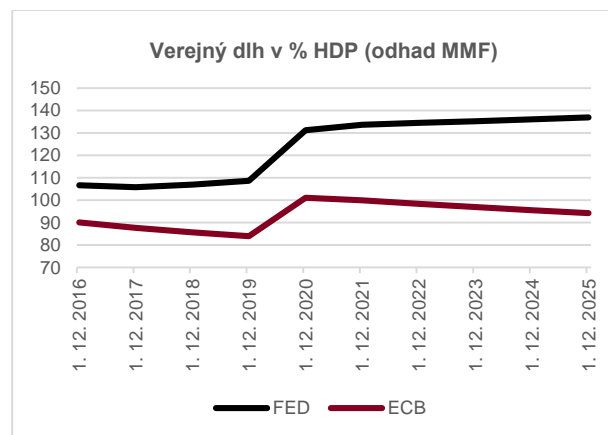
EUR na 7.1 bil. (o 2.4 bil. EUR, o 20 percentuálnych bodov na HDP na 60% HDP eurozóny).

Nie všetky tieto peniaze sa priamo dostanú do ekonomík. Ale ide o tak enormné sumy, že ak aj len časť, v ekonomikách sa to prejaví. Navyše, centrálné banky sú v podstate na začiatku stimulov, programy lacných peňazí budú pokračovať naďalej. To je pre akcie jasný signál.



Podobne expanzívne sú aj vlády. Verejný dlh v USA len od marca minulého roku doteraz zvýšil z 23.6 bilióna USD na takmer 28 biliónov (o 4.4 bil. USD, o približne 25 percentuálnych bodov na HDP na 135% HDP). V EÚ sa verejný dlh zvýšil len za prvé tri štvrtroky roka 2020 o 1.2 bilióna EUR, z 10.8 bil. na 12 bil. EUR.

Ďalšie bilióny budú nasledovať. Či už v USA stimulačný balík Joea Bidena a v Európe teraz prebiehajúce programy pomoci a neskôr napríklad Plán obnovy a rozvoja.



Fiškálna a menová stimulácia nahrádza v ekonomikách tie peniaze, ktoré sa vplyvom nižšej ekonomickej aktivity „nevyrobia“. Teraz ekonomikám pomáha a je mostom do lepších časov. Ale len krátkodobým, dlhodobu je takáto stimulácia neudržateľná².

Najdôležitejším parametrom je očkovanie obyvateľstva. Aktuálne vakcíny sú účinné na 90 až 95 %, čo je pravdepodobne oveľa viac ako účinnosť bežných lockdownov a navyše trvá dlhšie.

Veľkým rizikom sú (tak ako sme písali v predchádzajúcom komentári) rôzne mutácie vírusov, hlavne tie, voči ktorým by boli doposiaľ vyvinuté vakcíny účinné málo alebo dokonca vôbec. (Nielen) akcie by týmto veľmi utrpeli.

Celkovo, na prvý pohľad, pri jednoduchom porovnaní rôznych oceňovacích parametrov sa môžu zdať akcie teraz drahé. Ale v kontexte, tak ako sme to v tomto komentári vysvetlili, predstavujú stále dobré investičné rozhodnutie. Samozrejme, s rastom ceny rastie aj nervozita investorov a korekciu nemožno vylúčiť. Ale tá by bola pre investora dobrou nákupnou príležitosťou. Výnimkou by bola korekcia vyvolaná nezvládnuteľnou mutáciou. Ale na to radšej ani nemyslíme.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹ Pri podnikových dlhopisoch výnosy zisťujeme ako súčet aktuálnych krátkych, stredných a dlhých úrokových swapov a rizikovej prirážky pre segment s investičným ratingom. Aj vážený kreditný profil spoločností v indexe S&P 500 je v investičnom pásme.

² Tejto dôležitej téme sa budeme venovať v samostatnom komentári.

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 vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.