

KOMENTÁR

12. júna 2020

Budúcnosť je v akciách

Hoci koronakríza zobrala mnohým akciovým hráčom ilúzie, za posledné týždne sa akcie opätovne šplhali nahor. Koniec recesie pritom ešte stále nie je realitou a už vôbec nie je známy účet za ňu. Došlo aj ku korekciám, akciový trh sa však „odtrhol z reťaze“ a rast bol veľmi prudký. Na druhej strane, trajektória bola správna. V podstate ani niet inej možnosti, z dlhodobého hľadiska majú akcie našliapnuté viac ako konkurencia, predovšetkým dlhopisy.

Predovšetkým, po tejto kríze budú ekonomické subjekty oveľa viac zadlžené. V mnohých domácnostiach vzrástla nezamestnanosť, v mnohých domácnostiach sa (pracovný) príjem skrátil. Splátky hypotekárnych či spotrebných úverov sa niekde aj odložili, avšak neustratili. Vzhľadom na pokles priemerného disponibilného príjmu celkové relatívne zadĺženie jednotlivcov vzrástlo.

Dlhy rástli aj firmám. Mnohým z nich sa v uplynulých mesiacoch tržby znížili alebo dokonca na istý čas úplne vypadli, a tak relatívne ukazovatele ich dlhu k EBITDA, k majetku a pod. vzrástli. A niektoré firmy dokonca zbankrotujú a prelejú svoje problémy na veriteľov, predovšetkým na banky.

Štáty teraz v rámci podporných programov vo veľkom zvyšujú verejné výdavky a zároveň inkasujú nižšie dane od jednotlivcov a firiem. Prudko rastú deficity verejných rozpočtov v absolútnej hodnote. A navyše, keďže v recesii klesne aj HDP, relatívna zadĺženosť štátov (v pomere k HDP) enormne vzrastie, skokovo aj o desiatky percentuálnych bodov. Štáty sú hlavným absorpčným subjektom tejto recesie, budú zasiahnuté najviac.

Celkovo sa teda množstvu ekonomických subjektov relatívne zadĺženie zvýši. Zároveň, hospodárske oživenie bude postupné a len veľmi pomaly budeme dobiehať zameškané. Dlhové bremeno budú domácnosti, firmy a aj štáty tlačiť ďalej. Menová politika bude musieť byť po dlhý čas veľmi uvoľnená, aby udržala úrokové sadzby na všetkých typoch úverov veľmi nízko. Výnosy štátnych dlhopisov budú slabé.

Vo všeobecnosti má každý investor má k dispozícii širokú škálu možností, kam svoje peniaze alokovať – od automobilových veteránov, cez povedzme vzácne zeminy až po kryptomeny, ale veľkú väčšinu svojich investícií musí umiestniť do dlhopisov a do akcií. Štátne dlhopisy sú z hľadiska objemu trhu jedinou skutočnou alternatívou voči akciám a naopak, akcie sú jedinou skutočnou alternatívou voči dlhopisom. Štátne dlhopisy sa s akciami výborne dopĺňajú. Na rovnakom trhu majú podobnú

likviditu, nižšie riziko a aj nižší výnos. Akcie majú výnos vyšší, ale aj vyššie riziko, že sa nedosiahne. Celkový mix výhod a nevýhod pre akcie a dlhopisy je v trojuholníku likvidita – riziko - výnos na rovnakom trhu, národnom, či sektorovom, v podstate rovnaký a závisí len od aktuálnej ceny, za ktorú sa dlhopisy a akcie predávajú.

Korporátne dlhopisy sú pre akciového investora len obmedzenou alternatívou – ceny sa hýbu veľmi podobným smerom ako akcie a v dobrých časoch prinášajú síce stabilný, ale voči potenciálu akcií spravidla menší výnos. Korporátne dlhopisy sú obmedzenou alternatívou aj pre dlhopisového investora - sú o niečo výnosnejšie ako štátne dlhopisy, avšak s oveľa vyšším rizikom, že výnosy stúpnu a ceny klesnú. Platí to hlavne o korporátnych dlhopisov s nižším kreditným profilom, tzv. high-yieldových dlhopisoch. Celkovo sú korporáty vhodným doplnkom portfólia, ale mali by byť diverzifikované a gro portfólia by mali tvoriť „bezpečné“ dlhopisy a akcie. Pod bezpečnými dlhopismi myslíme tie, kde je vplyv úrokového faktora silnejší než vplyv kreditného faktora, to znamená v čase recesie výnosy týchto dlhopisov klesajú.

A teda ešte raz, investor by sa mal teda rozhodovať hlavne medzi akciami a dlhopismi. Zároveň musí mať na pamäti, že akcie a dlhopisy na rovnakom národnom či sektorovom trhu majú navzájom veľmi úzky vzťah. Nemôže na jednom trhu zároveň protežovať dlhopisy a negovať akcie, pretože ide o vzájomne prepojené nádoby. Musí posudzovať len ich vzájomnú, relatívnu, výhodnosť z pohľadu aktuálnej ceny.

Zoberme si príklad americkej ekonomiky. Americké štátne dlhopisy, treasuries, sú považované za veľmi bezpečné aktíva. Investori sa k nim často utiekajú v nepokojných časoch, vo veľkej miere sú napríklad súčasťou devízových rezerv v mnohých krajinách. Investori jednoducho veria, že nech sa na svete deje čokoľvek, USA nezbankrotujú a svoje dlhopisové záväzky si splnia.

Dôvera v americký akciový trh ale už taká silná nie je. Pričasto počujeme, že „akcie sa z toho už nespamätajú“, „čaká nás Armageddon“, „na nový vrchol môžeme zabudnúť“ či miernejšie „počkám si na ďalší výrazný pokles a potom nakúpim“. Takýto postoj našťastie nie je všeobecný, čoho dôkazom je, že za posledné desiatky rokov poklesy nikdy netrvali extrémne dlho. A do nákupov amerických akcií sa dokonca okrem nórskeho vládneho fondu zapájajú aj centrálné banky – česká, švajčiarska či japonská.

Americká ekonomika nie je „krytá“ ani zlatom, ani vládnymi sľubmi, ale jednoducho systémom, ktorý funguje. V ktorom sa darí podnikaniu, v ktorom sa prostredníctvom nekonečného a kontinuálneho procesu inovácií a zmien darí udržiavať a zvyšovať firemné tržby, zisky, zamestnanosť, spotrebu domácností atď., a to dlhodobo a nadpriemerne voči ostatnému svetu. De facto tak americké štátne dlhopisy sú vlastne predĺženou rukou tamojších firiem, pretože bez nich by sa žiadne dane zaplatili a štátny rozpočet by skrachoval. Kvalita štátnych dlhopisov je daná kvalitou amerických firiem. Preto investor do treasuries nemá inú možnosť, len rovnako „si vážiť“ aj tamojší akciový trh.

Podobne je to aj inde. Napríklad v Taliansku je podnikateľské prostredie oproti USA horšie a horšie sú aj iné parametre, preto sú výnosy na dlhopisoch zvýšené o kreditnú prirážku. Akciový trh je menej výnosný a volatilnejší. Ale aj v Taliansku platí, že nemožno oddeliť dlhopisový trh od akciového.

Jednoducho, ak sa rozhodujeme medzi dlhopismi a akciami na jednom trhu, vždy musíme brať zreteľ na to, že sú fundamentálne veľmi prepojené a musíme pristupovať vyvážene, len z pohľadu aktuálnej ceny. Tá zohľadňuje aj likviditu, aj výnos aj riziko. Ale nemôžeme napríklad tvrdiť, že americké firmy sa už niky nespamätajú a zároveň bezstarostne investovať do amerických štátnych dlhopisov. Samozrejme, že je tam množstvo ďalších faktorov, ale tento je základný.

A práve teraz, počas koronakrízy, nastáva všeobecná situácia, že dlhopisy ťahajú v porovnaní s akciami za kratší koniec. Dlhopisy budú mať teraz veľmi dlho, niektoré už navždy, nízke výnosy. S určitým zveličením - investori v podstate ani nebudú mať inú možnosť, len postupne favorizovať

akcie. Vzhľadom na pomalý rast fundamentu (ekonomik) bude rast cien akcií pomalší než v predchádzajúcich rokoch. Ale v kombinácii s dividendami to bude lepšie než pri dlhopisoch na rovnakom trhu.

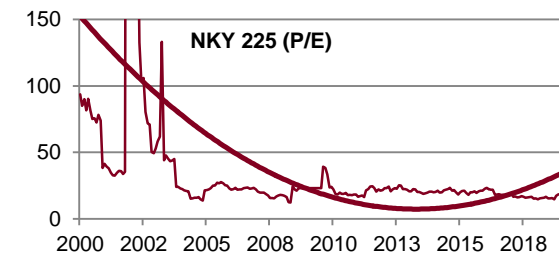
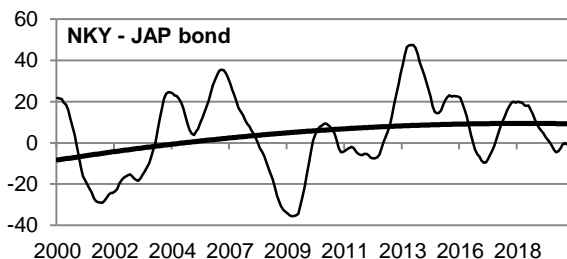
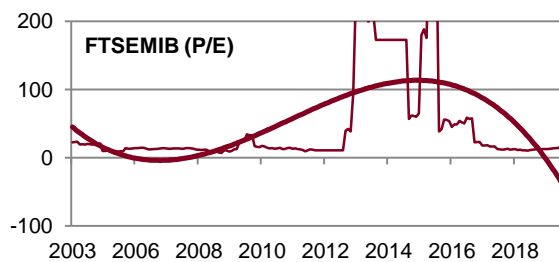
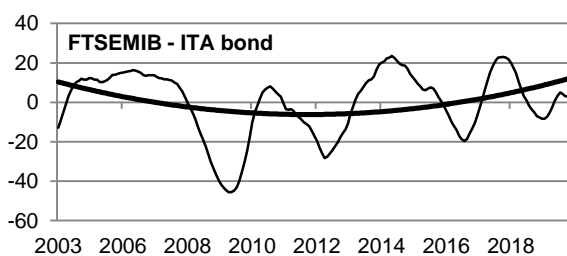
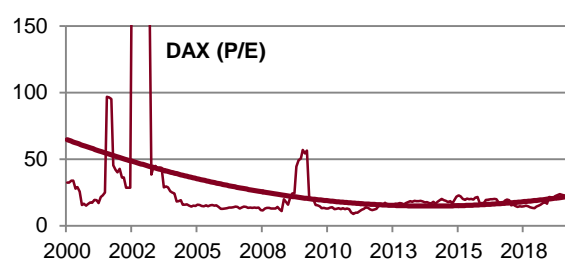
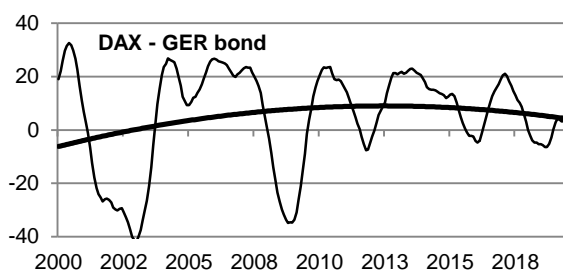
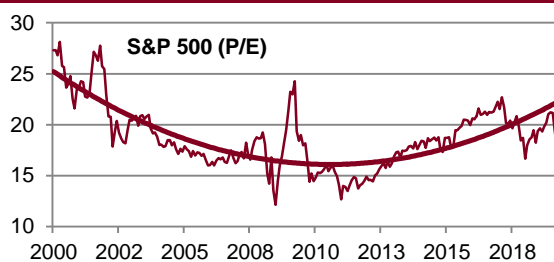
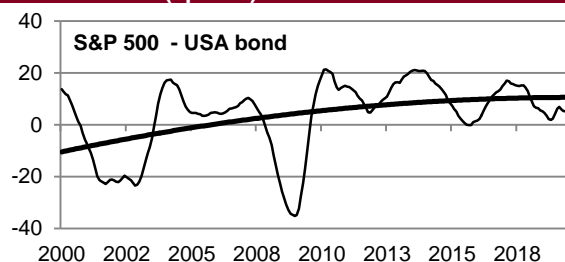
Volatilita akcií sa zvýši, ale pre dlhodobého investora bude zvládnuteľná. A samozrejme, ani akcie nebudú môcť rásť bez obmedzení, vždy sa bude pozeráť na ich relatívnu cenu k ziskom, tržbám, účtovnej hodnote a pod. Tieto hodnoty však budú pravdepodobne vyššie ako sme boli doteraz zvyknutí. Sebavedomého investora to ale neodradí.

Celkovo budeme musieť oveľa viac investovať do akcií, než sme zvyknutí dnes. Podiel akciových investícií na celkovom finančnom bohatstve domácností je v Nemecku asi 10%, na Slovensku 15%, v Česku 20% a v USA až tretina. Počas dlhých rokov bežné vyvážené klientske portfólio v USA pozostávalo zo 60% z akcií a zo 40% z dlhopisov, pričom pod ťarchou nízkych úrokových sadzieb a nízkych výnosov sa teraz pravdepodobne odkloní niekde smerom k 80% akcií ku 20% dlhopisov. Hoci je to zatiaľ v Európe a toľko na Slovensku nepredstaviteľné, k takýmto pomerom by sme sa mali postupne priblížiť aj my. Lebo akcie budú z dlhodobého hľadiska na mnohých trhoch drahšie a výnosnejšie ako dlhopisy. A to je škoda nevyužiť.

Čo sa týka výberu trhov, pozornosti akciového investora by určite nemali uniknúť tie štáty, ktorých dlhopisy by sme sa kupovať nebáli.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

Rozdiel medzi jednoročnou zmenou hodnoty národného akciového indexu v % a výnosom ročného štátneho dlhopisu v tej istej krajine, vrátane trendu (vľavo) a price to earnings ratio národného indexu, vrátane trendu (vpravo).



Poznámka: Výnosy dlhopisov v Európe významne ovplyvňuje kreditné riziko (talianske výnosy majú kladnú rizikovú prírážku a nemecké zápornú), preto sú tam celkové výsledky skresľujúce.

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 aktiva 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 spravídla 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.