

KOMENTÁR

19. november 2021

Hľadá sa najlepšia investícia

Investori na finančnom trhu sa často orientujú len na výnos, zisk. Príležitostí je nemálo - tu počujeme, že akcia Tesly narástla za deň o 10%, tam že bitcoin za mesiac o 100% či zemný plyn až o 200%. Čísla sú to síce pekné, ale dlhodobého rozumného investora to vôbec nevzrušuje. Lebo vie, že prudké nárasty sú spojené s obrovským rizikom, že sa už nezopakujú.

Každá jedna investícia má svoj výnos, a teda zhodnotenie v danom časovom horizonte. To môže byť na úrovni úplnej straty (-100%) až po zhodnotenie v tisíckach, miliónoch percent a viac. Zároveň však, každá investícia má svoje riziko, a teda pravdepodobnosť, s akou možno výnos dosiahnuť - od hodnôt blízkyh nule až po hodnoty blízke 100%. Neexistuje investícia so 100% pravdepodobnosťou dosiahnutia požadovaného výnosu (nie, ani tzv. „bezrizikové“ americké dlhopisy) a ani ak nedáme peniaze do vyslovene mŕtveho projektu, ani s nulovou pravdepodobnosťou. Tretí parameter je likvidita, teda zjednodušene schopnosť ako rýchlo viem investíciu predať inému investorovi. Čím väčší trh a živšie obchodovanie, tým lepšie. Lebo ak nemám nikoho, kto by moju investíciu odkúpil, je pre mňa bezcenná. Jedine, ak by šlo o „nemateriálnu“ investíciu typu obraz Mony Lisy, ktorý budem držať navždy.

Pri každom jednom investovaní musíme zobrať do úvahy tieto tri parametre naraz a nerozdielne. Vždy treba mať na pamäti, že pokiaľ hľadáme vyšší výnos, musíme rátať s vyšším rizikom, že ho nedosiahneme alebo s nižšou likviditou, a teda že ho nebudeme vedieť predať vtedy keď budeme chcieť. Podobne, ak budeme chcieť riziko minimalizovať, musíme počítať s nižším výnosom, prípadne s nižšou likviditou. A taktiež, keď chceme vyššiu likviditu, nevyhnutne sa to odrazí na nižšom výnose či vyššom riziku. A všetko platí aj opačne.

Vždy teda musíme riešiť tento tzv. investičný trojuholník, kde hľadáme najlepší súčet výnosu, rizika a likvidity konkrétnej investície a vyberáme tú, ktorá má tento súčet najvyšší. To je absolútny základ akéhokoľvek investovania na finančnom trhu. Každý investor má svoj obmedzený vesmír aktív, ktoré posudzuje a svoj vlastný spôsob ako posudzuje riziko, výnos a likviditu. Aj preto nájdeme investorov v aktívach, ktoré my sami považujeme za bezcenné. Ale taká je už „investičná demokracia“.

V ďalšom texte predkladáme náš subjektívny názor na najlepšiu investíciu, s ktorým sa čitateľ samozrejme nemusí stotožniť. Táto investícia by mala podľa nás tvoriť gros každého dlhodobého portfólia.

Tak najprv – z akých investičných nástrojov vyberať? Dlhopisy, akcie, komodity, meny? Alebo nejaké deriváty?

Najprv sa pozrieme na veľkosť trhu, na jeho likviditu, podľa jednotlivých tried aktív.

Vyspelé krajiny majú teraz verejný dlh približne v hodnote 68 biliónov dolárov, rozvojové a rýchlo sa rozvíjajúce v hodnote 25 biliónov, spolu za 93 biliónov. Nie všetko je dlh vo forme dlhopisov a teda obchodovateľný. Ak je však z neho len 80% obchodovateľného, ide o 75 bil. USD dlhu vo forme verejných, predovšetkým štátnych dlhopisov. A to je už veľký objem.

Ďalej k nemu musíme prirátať korporátne dlhopisy. Celkový objem korporátneho dlhu vo svete je asi 70 až 80 biliónov dolárov, kde ale veľmi zhruba platí opačný pomer – asi len 20% je vo forme dlhopisov, čo je okolo 15 bil. USD. Celkový trh s verejnými a korporátnymi dlhopismi teda spolu tvorí približne 100 biliónov dolárov (a ďalej sa zvyšuje).

Najväčší trh dlhopisov je v USA – kvôli veľkosti ekonomiky, kvôli vysokému verejnému dlhu a kvôli tomu, že korporáty vo väčšej miere než inde uprednostňujú emisie dlhopisov pred klasickým bankovým úverom. Celkovo tak dlhopisový trh v USA môže tvoriť 40 bil. USD (30 bil. verejný a 10 bil. korporátny), čiže 40% svetového trhu dlhopisov.

Celkový objem obchodovateľných akcií na svete je teraz okolo 120 biliónov dolárov. Akciový trh je o niečo väčší ako dlhopisový, na druhej strane je volatilnejší a ľahko sa môže zmenšiť – napríklad pred koronakrízou vo februári 2020 bol na úrovni 90 bil. USD a behom 30 dní v turbulentnom februári – marci klesol na 60 bil. USD. To sa dlhopisom stať nemôže.

Úplne najviac je amerických akcií, až 54 biliónov USD (44 % všetkých akcií sveta). Čínskych akcií je 13 bil. USD (10% svetových akcií), japonských 6.9 bil. (5.6% sveta), hongknských je 6.3 bil. (5.2%).

Britských akcií je 3.6 bil. USD, indických 3.5 bil., francúzskych 3.5 bil., kanadských 3.3 bil., nemeckých 2.8 bil., švajčiarskych 2.3 bil., austrálskych 1.7 bil., švédskych 1.5 bil., ruských 0.8 bil., brazílskych 0.8 bil. a talianskych 0.7 bil. USD - to sú aktuálne čísla, ktoré sa samozrejme menia. Suverénne najväčší akciový trh na svete majú USA. Je celkom zaujímavé, že nemeckých akcií je menej ako francúzskych a len

o málo viac ako švajčiarskych alebo aj to, že švédsky akciový trh je raz tak veľký ako taliansky.

Komoditný trh je oveľa menší ako dlhopisový alebo akciový. Najobchodovanejšou komoditou je ropa. Denne sa jej ťaží približne 100 mil. barelov, čo je ročne 36.5 mld. barelov. Pri priemernej cene povedzme 80 USD / barel sa ročne vyťaží a spotrebuje ropy za 3 bil. USD. Len malá časť z toho sa obchoduje na finančnom trhu, na druhej strane práve na ropnom trhu je množstvo derivátov, ktoré ho „opticky“ zväčšujú. V každom prípade, celá ročná ťažba je veľkostne je na úrovni povedzme kanadských akcií.

Celkové zásoby vyťaženého zlata vo svete dosahujú asi 190 tis. ton a odhadom ďalších asi 60 tis. ton je ešte nevyťažených. Pri cene 1 800 USD za trójsku uncu (1 unca = 31.1034768 g) stojí jedna tona zlata 58 mil. USD a tak vyťažené zlato v celej histórii ľudstva (190 tis. ton) teraz stojí 11 bil. USD. To je celkom slušná suma, ale treba mať na pamäti, že veľká väčšina sa neobchoduje, ale slúži ako rezerva a navyše aj z toho zlata, čo sa obchoduje, tvorí investičné zlato len časť. Podľa World Gold Council sa v roku 2020 zobchodovalo 3 732 ton zlata, z toho 1 774 ton (48%) bolo na investičné účely, 1 401 ton (38%) sa použilo v šperkárstve, 302 ton (8.1%) v priemysle a 255 ton (6.8%) v centrálnom bankovníctve. Na investičné účely sa zobchodovalo zlato len za 103 mld. USD.

Menových obchodov sa urobí viac – podľa prieskumu Banky pre medzinárodné zúčtovanie z apríla 2019 bol denný obchod s menami na úrovni 6.6 bilióna USD, čo je ročne 2.4 trilióna USD. Iné dokumenty potvrdzujú toto číslo - podľa FED New York sa v Severnej Amerike v apríli 2021 priemerne denne zobchodovali meny v hodnote 1 bil. USD. Bank of England reportovala za rovnaký mesiac priemerný denný obrat forexu v Londýne v hodnote 3 bil. USD.

Pokiaľ ide o deriváty, podľa Banky pre medzinárodné zúčtovanie je aktuálne objem derivátových pozícií všetkých druhov vo svete na úrovni viac ako 600 biliónov dolárov.

A tak teda, z pohľadu veľkosti trhu môžeme vylúčiť komodity a teda ďalej budeme posudzovať len dlhopisy, akcie, meny a deriváty.

Hneď môžeme vylúčiť aj deriváty – vo svojej podstate ani nie sú investíciou, sú len formou, ako možno zvýšiť riziko a výnos podkladového aktíva alebo naopak riziko a výnos podkladového aktíva znížiť. Sú časovo ohraničené a znižujú tak likviditu. Celkový súčet rizika, výnosu a likvidity je nižší ako pri podkladovom aktíve.

Vylúčiť môžeme aj meny. Sú absolútne nevhodné ako dlhodobé investície. Kumulujú nerovnováhy jednej

a druhej strany menového páru a môžu „ísť“ oboma smermi. Likvidita je dobrá, ale riziko je vzhľadom na malý potenciálny výnos vysoké. Pri menových obchodoch sa často používa páka (požičané zdroje), čo síce výrazne zvyšuje potenciálny výnos v prípade úspechu, ale výrazne komplikuje situáciu v prípade neúspechu, navyše vždy treba za požičané zdroje platiť a mať zábezpeku.

Zostávajú teda dlhopisy alebo akcie. Ide o rozdielne druhy aktív - dlhopis je podiel na dlhu s dohodnutým výnosom, väčšinou s konečnou splatnosťou a akcia je podiel na majetku s nekončiacou splatnosťou, a väčšou previazanosťou na zisk - ale princíp je v podstate rovnaký. Aj akcie aj dlhopisy sú priamo napojené na firmu, na jej fungovanie, hospodárenie, na zisk. Za oboma stojí manažment, podnikateľské nápady a myšlienky. A nejde tu len o korporátne dlhopisy. Aj štátne dlhopisy sú tak kvalitné ako kvalitné sú firmy v danom štáte. Neexistujú kvalitné štátne dlhopisy bez kvalitných firiem, ktoré dosahujú tržby, zisky, platia dane a zamestnávajú ľudí, ktorí platia dane.

Akcie sú volatilnejšie a preto ich považujeme za rizikovejšie. Časť volatility je len vďaka nálade investorov, lebo tí sú jednoducho zvyknutí v subjektívne vnímaných horších časoch utekať z akcií do dlhopisov a v lepších naopak a cena akcie sa hýbe viac ako cena dlhopisu. Ale v skutočnosti ten rozdiel v riziku vyplývajúci zo samotného fundamentu nebude až tak veľký.

Dokonca, ak zoberieme do úvahy štátny dlhopis a akciový index v tom istom štáte, ten rozdiel bude ešte menší. Lebo štát pokrýva všetkých – úspešných aj smoliarov, vizionárov a spiatočníkov, poctivých aj podvodníkov. Akciový index nepokrýva celé podnikateľské spektrum v tom štáte, ale zvyčajne len tie najlepšie firmy. Zisky v akciovom indexe rastú preto rýchlejšie ako celkové zisky podnikateľského sektora.

Preto si vyberieme ako najlepšiu investíciu akciový index. Ale ktorý?

Sektorový index môže byť terno – ak viete, ktorý sektor vybrať. Dlhodobu sa dobre darí informačným technológiám a bežnej spotrebe, čo je v oboch prípadoch dôsledok silného spotrebiteľského dopytu. Informačné technológie dokážu pretaviť svoju vysokú pridanú hodnotu do vysokej ceny svojej produkcie, ktorá je napriek tomu predmetom záujmu spotrebiteľov. A sektor bežnej spotreby jednoducho profituje z neustálej snahy centrálnych bánk vyhnúť sa recesii a snahy vlád vyhnúť sa opätovnému nezvoleniu, a teda z nekonečnej a silnej stimulácie spotrebiteľského dopytu.

Vybrať konkrétny sektor má veľký zmysel, ale o niečo bezpečnejšie je pri porovnateľnom výnose vybrať si národný akciový index vyspelej konkurencieschopnej ekonomiky. Lebo my nevieme ako sa bude vyvíjať svet v budúcnosti, a preto ľahko môže dominovať iný sektor. Štáty sú ale „večné“ a keď sú dobre konkurenčne nastavené, môžu hviezdíť desiatky rokov.

Dlhodobu najkonkurencieschopnejšie ekonomiky sveta, ktoré nájdeme na čele viacerých rebríčkov podnikateľských podmienok, vnímania korupcie a pod. sú škandinávské ekonomiky – Dánsko, Fínsko, Švédsko, Nórsko, potom Holandsko, Nemecko, Švajčiarsko, anglosaské krajiny USA, Kanada, Veľká Británia, Austrália, Nový Zéland a ázijské krajiny Singapur a Južná Kórea.

Predpokladáme, že akcie týchto krajín rastú a budú rásť rýchlejšie ako ostatné. Ak porovnáme národné indexy, dlhodobu najlepšie sa viedlo USA a Dánsku, prekvapivo pomerne slabo si viedli ázijské krajiny Singapur a Južná Kórea.

Dobré podnikateľské nápady vznikajú najmä v súkromnom sektore a z týchto krajín ho má najväčší Južná Kórea, Švajčiarsko, USA. Naopak najväčší podiel verejného sektora (čo sa napríklad prejavuje aj v daňovom zaťažení firiem a oslabení konkurencieschopnosti) majú Fínsko, Švédsko, Dánsko.

Ďalej, vysoký podiel spotreby domácností na HDP vytvára vysoký dopyt a sprostredkovane tak firmy, ktoré svoju produkciu realizujú doma, dosahujú relatívne vyššie tržby, zisky. Ceny akcií rastú rýchlejšie a akcie môžu byť ocenené vyššie než v konkurenčných krajinách. V roku 2020 dosiahli výdavky domácností v USA takmer 70% HDP, najviac z vyššie uvedených krajín. V prípade Veľkej Británie, Nového Zélandu a Kanady okolo 60%, vo väčšine európskych krajín či v Austrálii okolo 50% a v Dánsku, Južnej Kórey a vo Švédsku pod 50%.

Sem-tam sa spotreba domácností „zasekne“, napríklad teraz počas koronakrízy a treba jej pomôcť. Vtedy sú dôležité inštitúcie.

Nezávislé, flexibilné a účinné inštitúcie sú v USA. Americká centrálna banka ako prvá z vyspelých krajín reagovala na jar 2020 na koronavírus, hoci nákaza ešte nebola tak rozšírená ako v Európe. A odpoveď bola razantná. Rovnako razantná bola aj fiškálna odpoveď na krízu, keď objem verejných výdavkov v USA stúpol oveľa viac ako inde.

Európske inštitúcie sú menej flexibilné, lebo sa riadia situáciami jednotlivých krajín a nie celku a tie situácie sú pomerne odlišné. Platí to aj pre Dánsko a Švédsko – hoci majú vlastné meny a centrálné banky, musia kopírovať politiku inštitúcií eurozóny.

A tak teda, zväčiac všetko doteraz napísané, zoberme do úvahy tieto kritériá pre najlepšiu investíciu:

- má to byť národný akciový index,
- ktorého zloženie sa pravidelne mení a slabšie firmy vypadávajú a silnejšie sa derú na vrchol a ťahajú celý index hore,
- v ktorom sa takto postupne odráža aj štrukturálna zmena ekonomiky v prospech rýchlo rastúcich sektorov,
- v ekonomike veľkej, likvidnej,
- konkurencieschopnej, s dlhodobou udržateľným rastom,
- so silnou domácou spotrebou,
- so silnými nezávislými inštitúciami,
- so stabilnou menou a medzinárodne úspešnými firmami,
- v ekonomike, kde domácnosti relatívne viac investujú na akciovom trhu ako v iných krajinách.

Dlhodobu najlepšou investíciou, ktorá má tvoriť gros akéhokoľvek dlhodobého portfólia, je teda ETF na americký akciový index S&P 500.

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