

KOMENTÁR

19. január 2024

Zaujímavý rok 2024

Rok 2023 sa začal veľmi optimisticky, keď len v priebehu prvého mesiaca akcie v Európe a USA narástli o 6 až 7 % a napríklad cena plynu v Európe klesla o 40 %. Hneď vo februári však trhy schladili viaceré centrálné banky vrátane americkej a Európskej, ktoré nielenže na svojich zasadnutiach zvyšovali sadzby, ale pridali k nim aj prísne komentáre. V marci bol vývoj pomerne turbulentný, keď najprv v USA skrachovali dve veľké banky Silicon Valley Bank a Signature New York, ale napokon trh prealcovali prvé pozitívne reálne skúsenosti s chatbotom a umelou inteligenciou. Technologický sektor poskočil nahor a potiahol celý americký index. Európske akcie zaostali, keď dlhoročné problémy švajčiarskej veľkobanky Crédit Suisse napokon vyústili do jej prevzatia konkurenčnou bankou UBS.

V apríli trh pozitívne naladili prekvapivo dobré výsledky firiem na oboch stranách Atlantiku, nedal sa vyrušiť ani bankrotom ďalšej veľkej americkej banky First Republic Bank. Nemecko zatvorilo posledné tri jadrové reaktory a stalo sa tak po Taliansku, Kazachstane a Litve štvrtou krajinou sveta, ktorá ukončila program jadrovej elektriny. V máji sa opäť zvyšovali sadzby v Európe a aj v USA, ale v USA akcie podporené umelou inteligenciou rástli, a v Európe, naopak, klesali. Pozíciu tureckého prezidenta obhájil Recep Tayyip Erdogan. V najsilnejšej výkonnej funkcii je od roku 2003, z krajín G20 vládne dlhšie len ruský prezident Putin. Jún bol ďalším priaznivým mesiacom na finančnom trhu, investori sa nezľakli ani zase zvýšených úrokových sadzieb v eurozóne.

Akciám sa darilo aj v júli, opätovne ich podporila dobrá výsledková sezóna. Trh sa nezľakol ani (naposledy) zvýšených úrokových sadzieb v USA a v eurozóne, keďže obávaná recesia neprišla. Dvadsaťtri najväčších bánk v USA úspešne prešlo záťažovým testom. Dobrá nálada z predchádzajúcich mesiacov vyprchala až v auguste, ratingová agentúra Fitch znížila rating USA o jeden investičný stupeň

a AAA na AA+ so stabilným výhľadom. Dôvodom bol vysoký rozpočtový deficit USA a rast verejného dlhu v najväčšej ekonomike sveta. Zoskupenie krajín BRICS (Brazil, Russia, India, China a South Africa) sa rozhodlo od 1. januára 2024 rozšíriť o ďalších 6 krajín – Argentínu (ktorá napokon po zvolení nového prezidenta Javiera Mileia pozvanie neprijala), Egypt, Etiópiu, Irán, Saudskú Arábiu a Spojené arabské emiráty. V septembri sa nálada ešte zhoršila, keď sa cena ropy po ťažobných škrtoch OPEC+ opätovne šplhala k 100 dolárom za barel, čo mohlo znamenať ďalšie obnovenie inflačných tlakov a ešte vyššie úrokové sadzby.

Aj tretia sezóna zverejňovania podnikových výsledkov od septembra dopadla dobre, hlavne v USA, ale akcioví investori boli skeptickí. Svet mal oči v októbri na Blízkom východe, kde teroristi z Hamasu napadli Izrael a ten reagoval. A tak sa akcie ďalej vypredávali. V novembri sa však situácia obrátila a zažili sme jeden z najlepších mesiacov vôbec. Nielenže akcie prudko trielili nahor, ale prvýkrát od začiatku roka si „na svoje“ prišli aj dlhopisoví investori, keď výnosy a rizikové prirážky klesali a ceny dlhopisov teda rástli. December predstavoval len pokračovanie novembrového trendu s trochu nižšou intenzitou.

Z pohľadu celého roka prekvapili úrokové sadzby, napokon boli vyššie, ako trh na začiatku roka očakával. Konkrétne hlavná americká sadzba FED Funds bola na začiatku roka 2023 na 4,50 % a na konci roka 5,50 %, pričom trh čakal 4,75 % a samotný FED 5,25 %. ECB začínala rok 2023 s hlavnou refinančnou sadzbou na 2,50 % a trh si myslel, že skončí na 3,00 %, napokon vystúpila na 4,50 %. My v Privatbanke sme čakali americké sadzby na 5,00 % a európske na 3,00 %. Česká sadzba bola plánovaná na 6,00 %, ale napokon klesla len raz zo 7,00 % na začiatku roka na 6,75 % na jeho konci.

Vo všeobecnosti mohli byť s rokom 2023 spokojní aj investori do štátnych dlhopisov, výnosy klesli v USA,

eurozóne a aj Českej republike a na oboch koncoch úrokovej krivky. Klesli však menej, ako sa čakalo na začiatku roka 2023, keďže sadzby skončili napokon vyššie. Ešte spokojnejší sa môžu cítiť investori do podnikových dlhopisov, lebo tam navyše klesli aj rizikové prirážky, hlavne na high-yieldoch, v Európe v porovnaní s USA o trochu viac.

Hoci to na začiatku roka až tak ružovo nevyzeralo, dobre sa v priebehu roka darilo aj akciám, a to po celom svete – s výnimkou Číny a Hongkongu. Všeobecný americký index S&P 500 pridal 24 %, technologický Nasdaq až 43 %. Európsky Stoxx 600 13 %, hlavne pre slabý výkon Veľkej Británie a Švajčiarska, napríklad nemecký DAX rástol o 20 %. Japonský Nikkei 225 rástol o pôsobivých 28 %. Dobre sa darilo aj stredo- a východoeurópskym akciám. Hovoríme o výsledkoch v lokálnych menách.

Akcie prekvapili analytikov pozitívne. Podľa priemerného odhadu čakali veľké americké a európske banky rast amerického indexu S&P 500 o 6 % (skutočnosť 24 %), európskeho indexu Stoxx 50 o 4 % (skutočnosť 19 %) a nemeckého DAX-u o 9 % (skutočnosť 20 %). My v Privatbanke sme čakali rast S&P 500 okolo 10 % a nemeckého DAX-u o niečo menej, okolo 8 %.

Zo sektorov sa „brutálne“ darilo informačným technológiám a telekomunikáciám, nadpriemerne aj bežnej spotrebe. Naopak, zdravotníctvo vzrástlo len veľmi mierne a základná spotreba, energie a utility dokonca klesali.

Po náročnom roku 2022 sa situácia na energetickom trhu mierne upokojila a pre investorov do energetických komodít bol rok 2023 negatívny. Rovnako aj do priemyselných kovov. Trochu sa darilo drahým kovom, striebro síce strácalo, ale zlato stúplo. Celkovo bol komoditný trh v porovnaní s dlhopisovým a hlavne v porovnaní s akciovým nemastný-neslaný. Odhady analytikov sa nenaplnili. Kým pri rope (Brent) čakali rast ceny o 8 %, v skutočnosti klesla o 10 % a, naopak, zlato navzdory očakávaniu poklesu o 2 % narástlo o 13 %.

Euro voči veľkej väčšine mien sveta v roku posilnilo vrátane USD. Z celosvetovo a lokálne dôležitých mien oslabilo len voči libre, franku, brazílskemu realu,

forintu a zlotému. Konkrétne voči americkému doláru posilnilo z 1,07 na začiatku roka na 1,10 na jeho konci, odhad na koniec roka bol 1,08 USD/EUR. Česká koruna voči euru oslabila o 2 % z 24,2 CZK/EUR na 24,7, v podstate v súlade s očakávaniami na 24,6 CZK/EUR.

Celkovo to teda navzdory očakávaniu nebol zlý rok. Finančný trh podržalo niekoľko faktorov.

Predovšetkým analytici očakávali výrazné spomalenie ekonomík, ktoré sa v prípade americkej vôbec nenaplnilo. Namiesto očakávaného rastu 0,4 % rástla v roku 2023 asi 2,3-percentným tempom, čo je dokonca viac ako v roku 2022, keď sa zväčšila o 1,9 %. My v Privatbanke sme očakávali len mierne spomalenie americkej ekonomiky v roku 2023 kvôli naakumulovanej peňažnej zásobe (podrobne sme to vysvetlili v poslednom komentári z roku 2022). Domácu spotrebu podporila aj silná fiškálna politika¹.

Ďalej, inflácia sa síce veľmi pomaly, ale v podstate neustále znižovala, čo dávalo trhu nádej, že vysokým úrokovým sadzbám čoskoro odzvoní. Infláciu podporila aj ropa, ktorej cena sa v priebehu roka hoci kostrbato, ale predsa len znížila. Vďaka tomu celková inflácia klesala po celom svete ešte rýchlejšie než jadrová inflácia.

V roku 2023 sa nematerializovali ani významné geopolitické riziká¹, predovšetkým vojna na Ukrajine zostala lokálne ohrozená a nestala sa širším konfliktom. A Čína stále nezaútočila na Taiwan. Rozhorel sa síce konflikt na Blízkom východe medzi Izraelom a Pásmom Gazy (Hamasom), ale zostal tiež lokálny.

A napokon trhy potiahla nahor umelá inteligencia, ktorá bola prekvapením roka¹.

Čo nás čaká v tomto roku?

Tak ako vždy, stanú sa veci, ktoré vieme predpovedať s pomerne veľkou pravdepodobnosťou. Ide o známe známa, cyklické veci a v podstate pokračovanie súčasného vývoja v inej, ale očakávaná schopnej kvantite a kvalite.

Potom môžu, ale nemusia prísť veci, ktoré nad nami visia ako Damoklov meč, ale nevieme, kedy vypuknú, kedy ten meč padne. Ide o známe neznáma a sú to predovšetkým negatívne záležitosti s veľmi veľkým negatívnym dosahom. Typickým príkladom je čínska anexia Taiwanu – vieme, že sa to stane, ale nevieme kedy. Hmlisto môžeme povedať, že s vysokou pravdepodobnosťou, vzhľadom na vysoký vek čínskeho prezidenta Si Ťin-pchinga, v horizonte niekoľkých rokov, ale možno nečakaná smrť čínskeho prezidenta predĺži Taiwanu život ako samostatnej krajiny. Ktovie.

A napokon sa prihodí deje, o ktorých dnes nemáme ani tušenia a ktoré môžu byť úplne nové alebo nečakane vyústiť z interakcie rôznych faktorov v budúcnosti. Ide o neznáme neznáma alebo ich poznáme aj pod názvom čierne labute. Tie sú väčšinou tiež negatívne.

Z podstaty veci vieme budúcnosť predpovedať – aj to nie úplne spoľahlivo – len s použitím známych znám a čiastočne môžeme reflektovať aj známe neznáma (napríklad nebudeme mať akcie v Číne). Ale neznáme neznáma premietnuť do svojich investičných rozhodnutí nevieme. A preto odhady nikdy nie sú a ani nebudú stopercentné.

A teda je veľmi pravdepodobné, že najväčšia a z pohľadu finančného trhu kľúčová ekonomika sveta – americká – zažije hospodárske spomalenie. Kým v roku 2023 ju podporil vankúš v podobe nadmernej peňažnej zásoby (viď spomínaný komentár z roku 2022), ku koncu roka 2023 by mala byť nerovnováha už odstránená a v roku 2024 už bude americké hospodárstvo vystavené „štandardným“ parametrom.

Doterajšia prísna menová politika začne konečne zberať svoje plody. Rast úverov pre domácnosti a firmy sa už spomalil, pomalšie rastú aj mzdy. Do ekonomiky sa dostane menej peňazí ako v minulosti, domáca spotreba sa spomalí. Na druhej strane však nezamestnanosť zostáva na veľmi nízkej úrovni a fiškálna politika bude naďalej extrémne uvoľnená. Vďaka nižšej inflácii slušne rastú reálne mzdy a budú pôsobiť ako vankúš. Spomalenie americkej ekonomiky bude podľa nášho názoru mierne, miernejšie ako trh očakáva.

Európska ekonomika čelí oveľa väčším problémom. Tu úvery pre domácnosti už medziročne nerastú a úvery pre firmy dokonca klesajú. Priemysel je v ťažkej situácii, keď sa prepadá priemyselná produkcia, ceny, objednávky a aj dôvera. Európsku ekonomiku držia nad vodou služby, ale aj niektoré ukazovatele naznačujú budúce spomalenie. Na druhej strane, aj v eurozóne je prítomná silná fiškálna stimulácia a nezamestnanosť zostáva na historických minimách. Mzdy rastú stále prirýchlo, hlavne v Nemecku.

Vnútoraná (jadrová) inflácia, to znamená inflácia bez externých vplyvov potravín a energií a vyjadrujúca lokálnu nerovnováhu, klesá aj v USA a aj v Európe len veľmi pomaly. Centrálné banky majú čas na rozhodnutie o začatí znižovania úrokových sadzieb. Kľúčovým parametrom je vývoj miezd a ich perspektíva. Banky budú chcieť vidieť uvoľnenie trhu práce. Hlavne v Európe sa nastavujú mzdy podľa inflácie, a preto ECB bude chcieť vidieť vplyv niekoľkých mesiacov nízkej inflácie na rokovania o mzdách.

Veľkým rizikom je aj opätovný prudký nárast cien ropy, ktorý by nielen zvýšil celkovú infláciu v podstate okamžite, ale zároveň by zneistil centrálné banky – lebo mzdy sú ovplyvnené celkovou, nie jadrovou infláciou. Cena ropy je podľa nášho názoru momentálne jeden z najdôležitejších parametrov, ktoré treba v tomto roku sledovať, hlavne keď je pravdepodobné, že sa cena ropy skôr zvýši než to, že sa zníži.

Úrokové sadzby sú teraz nepochybne reštriktívne a nad svojimi dlhodobými „prirodzenými“ hodnotami. Nateraz predpokladáme, že v lete alebo na jeseň tohto roka by sa mohli začať úrokové sadzby znižovať, rozumej „normalizovať“. Aktuálne analytici z veľkých amerických a európskych bánk očakávajú pokles hlavnej úrokovej sadzby v USA z 5,50 % na 4,25 % na konci roka 2024, teda o 1,25 percentuálneho bodu, a pri reťaznej sadzbe ECB o 1,50 percentuálneho bodu zo 4,50 % na 3,00 %. S týmto výhľadom súhlasíme.

Pokles úrokových sadzieb stiahne úrokové krivky nadol a uspokojí dlhopisových investorov. Spomalenie hospodárskeho rastu však zvýši mieru zlyhania pri

splatení úverových a dlhopisových záväzkov hlavne emitentov so špekulatívnym ratingom. Nemyslíme si síce, že nárast tejto miery zlyhania bude významný, ale uprednostňujeme investície predovšetkým do kvalitných podnikových dlhopisov s investičným ratingom, a to v Európe a aj v USA. Investície do high-yieldov majú tiež svoj význam, ale treba počítať s tým, že budú volatilnejšie.

Akcie zažili prekvapujúco dobrý rok 2023 a zvyčajne po pozitívnom prekvapení prichádza zlé. Napriek tomu však vidíme akcie v roku 2024 optimisticky. Podrží ich viacero faktorov.

Predovšetkým priaznivá menová a fiškálna politika v USA a v Európe, stále slušný hospodársky rast USA, zvyšovanie ceny konkurenčných dlhopisov a neprepálená valuácia. Hoci sú americké akcie drahšie než európske, predsa len ich uprednostníme kvôli oveľa lepšiemu fundamentu v USA, jednoducho pomer „výkon a cena“ je podľa nášho názoru v USA lepší. Navyše v USA budú 5. novembra prezidentské voľby a vo volebnom roku akcie zvyknú rásť, lebo kandidáti nasľubujú buď daňové škrty, alebo rôzne výdavkové programy, ktoré stimulujú ekonomiku.

V USA preferujeme cyklické sektory senzitivne na pokles úrokových sadzieb, napríklad real estate. Napriek vysokému oceneniu by mal kľúčový technologický sektor zostať naďalej v pozornosti investorov, bude kombinovať benefity z poklesu úrokových sadzieb a z nástupu umelej inteligencie. Nízke ocenenie by malo potiahnuť nahor energetický sektor. Vo všeobecnosti sa v horších časoch darí skôr veľkým spoločnostiam s dostatkom manévrovacieho priestoru, diverzifikácie a rezervnej hotovosti, a preto teraz uprednostňujeme large capy.

Analytici sú pri odhade vývoja akciových trhov pomerne skeptickí, pri americkom indexe S&P 500 očakávajú rast 1 až 2 %, pri nemeckom DAX-e okolo 1 % a pri európskom Stoxx 50 okolo pol percenta. Očakávajú teda stagnáciu na akciovom trhu. My sme optimistickejší, hlavne pri amerických akciách. Pravdepodobne nedosiahnu čísla z minulého roka, keďže sa časť pozitívnych očakávaní už premietla do prudkého rastu akcií vo štvrtom kvartáli 2023, ale dvojciferný rast v roku 2024, hlavne amerických akcií, by nebol pre nás prekvapením.

Momentálne zlé hlavne makroekonomické správy sú vlastne dobré, lebo približujú začiatok znižovania úrokových sadzieb. Na druhej strane však príde deň, keď sa preklopia do naozaj zlých a trh bude skôr reflektovať hospodárske spomalenie než perspektívu znižovania úrokových sadzieb. Treba počítať s tým, že napätie a volatilita na akciovom trhu sa sem - tam zvýši.

Ako sme už spomínali v predchádzajúcich komentároch, komodity vo všeobecnosti neodporúčame na investovanie, ale – aby sme pokryli aj tento segment – dodávame, že aj ropa a aj zlato majú našliapnuté skôr na rast než na pokles.

Meny neodporúčame na dlhodobé investovanie, dolár vidíme približne na súčasných úrovniach, keď úrokové sadzby budú v USA a eurozóne klesať len pomaly a podobným tempom, a zahraničnoobchodný deficit sa zlepši aj v USA a aj v Európe. Na dolár však bude vplývať aj geopolitické napätie, ktoré bude v roku 2024 zase o čosi vyššie ako v roku 2023, veď len Si Ťin-pching je zase o rok starší... Viac ako polovica svetovej populácie bude v roku 2024 voliť, aj keď, úprimne, v niektorých štátoch je to čistá formalita. V každých slobodných voľbách však existuje riziko, že bude zvolená horšia alternatíva, než vládne v súčasnosti.

Celkovo bude rok 2024 komplikovaný. Hlavné vyspelé ekonomiky budú spomaľovať alebo rásť len veľmi pomaly, čo v kombinácii s vysokými úrokovými sadzbami prinesie nepochybne stres. Geopolitická situácia je extrémne komplikovaná a stáva sa veľmi dôležitým a nevypočítateľným faktorom na finančnom trhu. Ak by sa niektoré riziká materializovali, malo by to extrémne silný vplyv na makroekonomické agregáty a, samozrejme, na ceny aktív na finančnom trhu. Dobrým bodom je zase, naopak, umelá inteligencia, kde sme však len na začiatku a jej vplyv môžeme odhadovať zatiaľ len veľmi nepresne.

Tento veľmi komplikovaný mix signálov a faktorov urobí vývoj na finančnom trhu v roku 2024 nemenej zaujímavým, ako to bolo v predchádzajúcich rokoch.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹ Táto téma si zaslúži zvláštny komentár

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 pre vyššiu politickú a ekonomickú nestabilitu a nerozvinutý trh a systém rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.