

Zlá nálada, lepší fundament

V posledných týždňoch je nálada na finančnom trhu dost pochmúrna. Investorov máta stupňujúca sa obchodná vojna s Čínou, nezvratne sa približujúci a stále nejasný brexit, preťahovanie sa o deficit talianskeho rozpočtu či tzv. inverzná krivka amerických dlhopisov (keď sú výnosy dlhších dlhopisov nižšie ako výnosy kratších dlhopisov – čo naznačuje recesiu). Mnohí analytici sa predhávajú v predpovediach skorej krízy, návratu recesie, často ešte horšej ako tá posledná. Navyše, niektoré prichádzajúce makročísla sú horšie ako pred mesiacom či pred štvrťrokom, a to tieto obavy len stupňuje. A tie makročísla, ktoré potvrdzujú, že sa v ekonomikách nič závažné nedeje, trh ignoruje.

Áno, spomalenie je zjavné, ale v skutočnosti nájdeme len málo znakov, že blíži kríza. Pod krízou rozumejme hospodársku recesiu alebo prudký pokles cien rizikovo averzných aktív, predovšetkým akcií.

Vo všeobecnosti vzniká veľká kríza z dvoch dôvodov. V prvom prípade sa ekonomika vyvíja normálne, zdravo. Finančný trh však tento rast preceňuje, očakáva v budúcnosti ešte rýchlejší hospodársky rast, ešte vyššie firemné tržby a ešte vyššie firemné zisky. Typickým znakom tohto optimizmu je vysoký pomer ceny akcií k ziskom (price to earnings ratio, P/E) na akciovom trhu. Postupom času sa ale očakávania nenapĺňajú a prichádza vytriezvenie. Následne ceny aktív skorigujú, pričom korekcia je tak veľká aké bolo predchádzajúce nadhodnotenie.

Druhý typ krízy vychádza z „opačného konca“. To znamená, že ceny aktív sú primerané ekonomickému vývoju, nie sú nadhodnotené. Sú povedzme na úrovni dlhodobých priemerov. Avšak, v hospodárstve je skrytá hrozba, skrytý problém, ktorý si finančný trh zatiaľ neuvedomuje alebo ho nevie oceniť. Doterajší ekonomický rast, a to nemusí byť ani vysoký, nie je udržateľný a ekonomika sklzáne do recesie. Na to následne zareagujú aj ceny aktív a klesnú.

Za posledných 20 rokov sme zažili obe typy kríz.

Predposledná kríza, v rokoch 2001/2003, bola krízou prvého typu. Technicky vzaté, hospodárskou krízou vlastne ani nebola – ani v USA ani v eurozóne HDP reálne neklesol, len sa spomalil rast. Odozva na finančnom trhu bola ale veľmi veľká. Americký index S&P 500 klesal vyše dvoch rokov od septembra 2000 do októbra 2002 a spadol o polovicu svojej hodnoty. Pri európskom Stoxxe 600 bol prepád ešte vyšší, až o 60%.

Hlavnou príčinou krízy bol prílišný optimizmus predovšetkým akciových investorov. Nástup internetu v 90. rokoch zrýchli, zjednodušil a zlacnil tok informácií a mohutne zvýšili produktivitu firiem. Optimizmus

narástol do gigantických rozmerov a očakávania investorov sa zvýšili až na nereálne úrovne. Pomer cien akcií k ziskom (price to earnings, P/E) nových IT firiem dosahoval aj niekoľko 100, čo je aj s odstupom času pochopiteľné – v tom čase sa nedala odhadnúť sila internetizácie a jej reálny vplyv na zisky nového sektora IT firiem. A keď sa ziskové očakávania nenapĺňali, prišiel pokles hodnoty akcií. Ten bol všeobecný, lebo v investičnej eufórii na konci 90. rokov prudko rástlo aj P/E konzervatívnych firiem, kde nebol žiadny dôvod na rast P/E - ani pri veľkých hospodárskych zmenách nie je dôvod na vyššiu spotrebu základných tovarov a tým rast ziskov týchto firiem. Napríklad Coca - Cola mala na konci roku 1999 P/E 55 (Je na to dôvod? Bude sa piť viac koly?) Aktíva teda boli nadhodnotené a počas ekonomického spomalenia sa ich cena zrealizovala.

Posledná kríza v roku 2008/2009 bola krízou druhého typu. Domácnosti a firmy sa veľmi zadlžovali, rýchlejšie ako rástla celková produktivita práce a kapitálu alebo aj ako rástlo nominálne HDP. Do ekonomiky sa dostávali masívne objemy nových peňazí, ktoré sa ale nepoužívali na efektívne investície, ale na vtedajšiu spotrebu. Veľká časť vtedajšieho hospodárskeho rastu vo vyspelých krajinách bola len vďaka úverom, čo bolo dlhodobo neudržateľné. Trh si neuvedomoval celú šírku problému, keď podcenil význam postupne krachujúcich bánk v USA a v Európe už od roku 2006. Treba ale dodať, že výnosy na dlhopisoch boli „tak akurát“, P/E na akciách tiež.

Táto kríza bola veľmi mohutná, vyspelé ekonomiky rad radom popadali do recesie. V rokoch 2008/2009 sa medziročne zmenšili približne o 5%. Prepád, hoci mohutný, netrval dlho – vlády presunuli nerovnováhy v súkromnom sektore do svojich bilancií a zväčšili dlhy vo verejnom sektore.

Reakcia akciových investorov bola podobná tej z rokov 2001 až 2003. Akciové indexy pozvoľna klesali postupne od októbra 2007, a v sedemmesačnom období od septembra 2008 do marca 2009 veľmi prudko, spolu o vyše o 50%. Od marca 2009 ale začali postupne a neustále rásť, bez významných výkyvov. Americký S&P 500 bol už v roku 2013 na predkrízových úrovniach, európskemu Stoxxu 600 to trvalo o dva roky dlhšie. Niektorým indexom, napríklad talianskemu, sa už ale spamätať nepodarilo.

A teda, sú dnes tiež nadhodnotené aktíva tak ako pred krízou 2001/2003 alebo je nadhodnotený ekonomický vývoj tak ako pred krízou 2008/2009?

Pre zložitosť a komplexnosť celej problematiky sa obmedzíme len porovnanie parametrov na akciovom trhu. Aktuálne je P/E indexu S&P 500 na úrovni okolo 17. Dlhodobý priemer a aj stredná hodnota (medián) je

okolo 18. Akcie ako celok nie sú nadhodnotené. Pre porovnanie, na konci 90. rokov bolo P/E amerických akcií takmer 30. Ak zoberieme do úvahy nejaký konzervatívny sektor v americkom indexe S&P 500, napríklad sektor základnej spotreby (Coca - Cola, Walmart, Procter & Gamble atď.), tak aktuálne P/E je okolo 18, dlhodobý priemer a aj medián okolo 19. Ani tento sektor nie je nadhodnotený. Pri európskom indexe Stoxx 600 je aktuálne P/E okolo 15, dlhodobo na 19 – 20. Nemecký DAX je teraz na 12, dlhodobo na 17. Tieto indexy sú teda lacnejšie ako dlhodobo bývajú, nie sú (z historického pohľadu) nadhodnotené.

Aj ak porovnáme akciový trh s najväčším konkurentom – dlhopisovým trhom – tiež nemožno povedať, že by boli akcie predražené. Konkrétne, porovnávúc cenu akcií prostredníctvom P/E indexu S&P 500 s päťročným výnosom amerického štátneho dlhopisu, potom sú teraz akcie voči dlhopisom lacnejšie ako to dlhodobo býva. V Nemecku je tento rozdiel, medzi akciovým indexom DAX a päťročným výnosom nemeckého štátneho dlhopisu, ešte výraznejší (tu sú akcie voči dlhopisom zvýhodnené ešte viac).

Akcie teda nie sú nadhodnotené, scenár krízy 2001/2002 sa nenapĺňa. Je teda nadhodnotený ekonomický vývoj? Tvorí sa v nejakej významnej ekonomike nejaká bublina, ktorá, pri splasnutí, má potenciál, vyústiť do (globálnej) recesie a stiahnuť povedzme ceny akcií nadol?

Pozrime sa na úvery v USA. Dlh amerických domácností je teraz na úrovni 15.5 bil. USD. Tvorí približne 75% amerického (a 20% svetového) HDP a hoci absolútne stále rastie, jeho podiel na americkom HDP sa znižuje. V eurozóne tvorí dlh domácností približne polovicu HDP a tiež sa znižuje.

Pokiaľ ide o úvery pre firmy, podiel týchto úverov na HDP sa v USA postupne a veľmi mierne zvyšuje, v eurozóne klesá. Ak zoberieme do úvahy len tie firmy, ktoré sú v indexe S&P 500, tie si udržiujú stabilný podiel dlhu na majetku a aj na vlastnom imaní. A dokonca, dlh na majetku je o polovicu a na vlastnom imaní až o tretinu nižší ako bol pred krízou. Pri firmách v európskom indexe Stoxx 600 je vývoj týchto parametrov firiem podobný s tým rozdielom, že tu je oproti americkému indexu o niečo vyšší podiel dlhu na vlastnom imaní (najmä kvôli vyššiemu podielu bánk v Stoxx 600).

Okrem rastu úverov je typickým javom, ktorý by mohol spôsobiť v budúcnosti veľké ekonomické problémy, aj príliš rýchly rast miezd, nad rastom produktivity práce. Tá sa meria veľmi ťažko, ale v zásade má zodpovedať dlhodobému rovnovážnemu rastu reálneho HDP bez cyklických výkyvov, t.j. povedzme 1% až 2% ročne. Americké reálne mzdy rastú od roku 2016 nižším tempom ako 1% ročne. Eurozóna, prirodzene, nemá priemernú mzdu. Ale z troch najväčších ekonomík menovej únie rastú veľmi miernym tempom reálne mzdy v Nemecku a v Taliansku, a vo Francúzsku dokonca reálna mzda klesá. Ani v USA, ani v eurozóne nerastú reálne mzdy tak rýchlo, aby mohli spôsobiť krízu.

Celkovo teda nie sú prítomné parametre, ktoré viedli k recesii v rokoch 2001/2003 a ani tej v rokoch 2008/2009. Kríza je nateraz vysoko nepravdepodobná. Je ale niečo, čoho by sme sa mali v roku 2019 či aj neskôr báť? Iné faktory?

Do pozornosti sa zase dostáva druhá najväčšia ekonomika sveta, Čína. Doterajšie vysoké tempo rastu sa stáva neudržateľným, pretože sa vyčerpáva

príspevok lacnej pracovnej sily a veľkých infraštruktúrnych projektov k rastu HDP. Ďalej, americké sankcie sú zamerané aj na potlačenie krádeže duševného vlastníctva, ktoré sú jedným z motorov tamojšieho rastu. Navyše, od roku 2011 je čínsky rast mohutne podporený rastom najprv v podnikovom sektore a v posledných rokoch v sektore domácností. Čínu čaká postupné spomaľovanie a dobiehanie vyspelých krajín sa predlží. Veľký prepád je ale nepravdepodobný, lebo paradoxne, kvôli totalitnému spôsobu vládnutia je tamojší režim veľmi akcieschopný. A hlavne, Číňania sú pracovití a veľmi inovatívni.

Európa je vo veľkých štruktúrnych problémoch. Je exportnou veľmocou, ale domáci dopyt je slabý. Rozdiely medzi krajinami sú značné a prehľbujú sa. Napríklad, nemecký verejný dlh kvôli prebytkovému primárnemu rozpočtu (bez nákladov na verejný dlh) neustále klesá, lebo krajina profituje z nízkych výnosov na dlhopisoch. Taliansko má takisto primárny prebytok, ale vďaka tomu, že má veľký verejný dlh a vysoké výnosy na dlhopisoch, jeho verejný dlh neustále narastá. A preto, akcieschopnosť niektorých vlád sa znižuje, rozdiely sa prehľbujú. Štruktúrne reformy je politicky problematické prijať práve v tých krajinách, ktoré ich najviac potrebujú – Francúzsko, Taliansko – práve preto, lebo doterajšie ekonomické problémy prinášajú nespokojnosť s establišmentom.

V Európe sú vyčerpané aj možnosti menovej politiky. ECB už nemá kam znižovať sadzby a od januára končí s programom kvantitatívneho uvoľňovania (QE). Naďalej bude sice reinvestovať peniaze z už splatených cenných papierov do nákupu nových cenných papierov, ECB tak bude udržiavať svoju bilančnú sumu na rovnakej úrovni, ale vzhľadom na rastúci nominálny HDP bude bilančná suma ECB klesať. Menová politika je preto (mierne) reštriktívna. Na zmenu smerom k podpore ekonomiky by banka musela opätovne zaviesť program QE, čo by sa mohlo byť považované za priznanie porážky doterajšej menovej politiky. Pre porovnanie, americká centrálna banka má širšie operačné pole – pre zlepšenie nálady na finančnom trhu tam stačí, že podrží zvyšovanie sadzieb alebo zastaví kvantitatívne uvoľňovanie (začne opätovne reinvestovať peniaze zo splatených cenných papierov, ktoré drží vo svojom portfóliu).

Spomalenie čaká aj USA. Niektoré efekty daňovej reformy prijatej od začiatku roku 2018 pretrvávajú, ale niektoré sa postupne vyčerpajú, čo sa môže zdať negatívne hlavne pri medziročnom porovnaní januára alebo prvého kvartálu 2019 vs. 2018. Na akciovom trhu vzrástli v roku 2018 kvôli prebytku peňazí aj buybacky (keď firmy kupujú svoje vlastné akcie), čo podporilo nákupy akcií, a taká podpora môže v roku 2019 chýbať (treba ale dodať, že vzhľadom na trhovú kapitalizáciu nebolo zvýšenie buybackov oveľa silnejším faktorom ako v minulosti). A netreba zabudnúť, že USA má stále dvojitý deficit – aj verejného rozpočtu a aj bežného účtu platobnej bilancie. Súčasná spotreba v USA je preto nerovnovážna, keď ide na ťarchu budúcich generácií a aj zahraničia. Na druhej strane ale USA zostáva jednou z najkonkurencieschopnejších ekonomík sveta, ktorá prekonala už množstvo spomalení.

Dlhodobým problémom (nielen vyspelých krajín) je demografia. Obyvateľstvo starne a rýchlo narastá podiel ľudí v postproduktívnom veku na úkor ľudí v produktívnom veku. To prináša nielen vyššie náklady na starobné dôchodky, na zdravotnú starostlivosť, ale aj celkový tlak na pokles spotreby. To prináša do ekonomík dlhodobé deflačné tlaky, a tie sú voči cenám akcií nepriateľské.

Určitým rizikom je aj brexit, hoci by bola aj vyrokovaná dohoda schválená – nikdy nevieme odhadnúť praktické dopady novej udalosti, akou odchod „veľkej Veľkej Británie“ je. Bohužiaľ, úplne nereálnym nie je ani nechválenie dohody. Premiérka Theresa May síce získala dôveru parlamentu, ale čelí opozícií vedenej politickým veteránom Jeremym Colbynom (pre ktorého je to jedna z posledných príležitostí zvrátiť koleso dejín) a nemá ani jasnú podporu vo svojej strane. Časť (pomätených) poslancov bude možno chcieť dokázať, že odchod Británie z EÚ je chybou a budú hlasovať proti dohode bez toho, aby niesli zodpovednosť za následky.

Hrozbou sú aj udalosti, o ktorých dnes nevieme, ale sa v roku 2019 vyskytnú. Akákoľvek spoločnosť a jej ekonomické usporiadanie a finančný trh nevynímajúc, je zmes množstva navzájom pôsobiacich faktorov, a nikdy nie je možné odhadnúť všetky, ktoré sa vyskytnú. A z dlhoročných skúseností je pravdepodobné, že sa vyskytnú skôr tie negatívne (čierne labute), než pozitívne (biele vrany).

Najväčšou hrozbou je ale hystéria. Hystéria investorov, finančných analytikov alebo napríklad aj bývalého guvernéra FEDu Alana Greenspana (ktorý parí medzi hlavných vinníkov hypotekárnej krízy v roku 2008/2009). Podľa nich kríza vraj musí prísť, lebo už dlho nebola (v skutočnosti sú rozhodujúce ekonomické a firemné parametre a nie čas), je inverzná krivka dlhopisov (v skutočnosti sa inverzná krivka vyskytovala vtedy, kedy boli splnené podmienky pre recesiu a nie naopak), USA bude spomaľovať až do recesie (prítom to žiadne

makroúdaje nepotvrdzujú – naopak ukazovatele budúceho vývoja – priemyselné objednávky, objednávky tovarov dlhodobej spotreby, indikátory dôvery sú pozitívne), spomalenie Číny bude katastrofou (prítom je lepšie rásť pomalšie a zdravšie, než rýchlo a nerovnovážne, napríklad za pomoci mohutných úverov).

Hystéria je nebezpečná v tom, že nakoniec môže krízu vyvolať. Investori začnú akcie predávať, obyvateľstvo začne šetriť, zníži sa domáca spotreba, firmy začnú menej investovať a ekonomika ešte viac spomalí. Analytici a investori tak získajú pocit, že ich predpovede boli správne. V tejto súvislosti je zaujímavým zistenie, že v amerických priebežných voľbách (midterm elections) v novembri 2018 sa prvýkrát za desiatky rokov stalo, že firmy na Wall Street prispeli viac Demokratom než Republikánom, v pomere 52:48. Doteraz zvyčajne až tri štvrtiny príspevkov z Wall Street získavali Republikáni.

A teda, tieto faktory majú potenciál finančný trh rozkývať. Pamätajte ale, že predpoklady na krízu nie sú. A ďalej, stále existuje kapitalizmus, kde tisícky firiem robia množstvo rozhodnutí aby dosiahli zisk v akomkoľvek prostredí. A existujú aj verejné inštitúcie, ktoré stále môžu a vedľa aj negatívny vývoj stabilizovať a obrátiť.

Aktuálne je na trhu panika, čo je spolu s nízkymi cenami aktív dobrá kombinácia.

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.