

KOMENTÁR

28. január 2022

2021 a 2022

Minulý rok o takomto čase sme prostredníctvom komentára¹ vyjadrili svoje očakávania od roku 2021. V zásade žiadne významné prekvapenia neboli, aj keď niečo nás predsa len zaskočilo.

Predpokladali sme, že napriek novým vakcínam nás vírus potrápi. Lebo kapacity na výrobu vakcín sú obmedzené, logistika podávania je komplikovaná, nebude možné zaočkovať všetkých, pôsobenie vakcíny nie pravdepodobne trvalé a bude potrebné preočkovanie a účinnosť vakcíny nie je 100 percentná, čo znamená, že aj zaočkovaní sa môžu nakaziť čo oslabí záujem o očkovanie. Najväčším problémom pre nás boli hroziace nové mutácie (vtedy bola známa len britská, tzv. alfa mutácia), ktoré by sa šírili rýchlejšie a boli by odolné voči vakcínam.

Dá sa povedať, že tieto predpoklady sa naplnili – vo vyspelých krajinách bol dostatok vakcín až na začiatku leta a v niektorých krajinách ešte neskôr, preočkovanie obyvateľstva treťou dávkou je realitou. Nie 100 percentná účinnosť vakcíny oslabila záujem o očkovanie, navyše účinnosť vakcíny znížila vtedy nová indická mutácia známa pod názvom delta. Na druhej strane, čo nás ale prekvapilo a čo sme nečakali, bol slabý záujem o očkovanie v niektorých regiónoch, Slovensko nevynímajúc, nie kvôli slabej účinnosti vakcín, ale kvôli tomu, že očkovanie sa stalo politickým, nie medicínskym problémom. Nezostalo tak nič iné, len doplniť kolektívnu imunitu premorením populácie, čo predstavovalo enormné spoločenské náklady, vrátane ekonomických keď sme sa v niektorých oblastiach nevyhli ani lockdownu. Celkovo však silná zaočkovanosť obyvateľstva vo vyspelých krajinách alebo aspoň jeho rizikovej časti (v niektorých štátoch USA je zaočkovanosť obyvateľov vo veku 65+ takmer 100 percentná) umožňovala držať mieru hospitalizácií a s tým súvisiacich karanténnych opatrení v miere, ktorá významne nepoškodzovala hospodársky rast.

Ďalej, tak ako sme predpokladali, silná menová a fiškálna stimulácia pokračovala v roku 2021 aj v USA a aj v eurozóne. Úrokové sadzby zostali nízko, obe banky nakupovali cenné papiere. V USA sa ich objem zvýšil o 1.3 bilióna dolárov, z 35% na 38% HDP. V eurozóne bol objem nákupov ešte silnejší, až o 1.6 mld. eur, čo urobilo nárast zo 60% HDP až na 69%.

V roku 2021 krajiny eurozóny hospodárili s odhadovaným 8 percentným deficitom a verejný dlh vzrástol z vyše 97% na takmer 99% HDP. V USA bol deficit ešte vyšší, asi až 11% HDP, ale verejný dlh predbežne klesol zo 134% HDP na niečo vyše 133%.

V čom sme sa ale pomýlili, bola privysoká miera inflácie. Aj sme predpokladali, že inflácia bude vyššia, ale nie až na tak ako ju teraz zaznamenávame. Predpokladali sme zároveň, že FED bude vyššiu mieru inflácie tolerovať v záujme utopenia najmä verejného dlhu. V tom sme sa čiastočne mýlili, ku koncu roka centrálna banka začala spomaľovať tempo nákupov cenných papierov do svojho portfólia. ECB svoju politiku nezmenila a bola a zostane expanzívna.

Na enormnú infláciu však dlhopisy reagovali len mierne. Aj krátke aj dlhé výnosy amerických štátnych dlhopisov vzrástli v priebehu roka približne o pol percentuálneho bodu a napríklad dlhopis s 10 ročnou splatnosťou zostal na konci roka na slabých 1.50%. V Európe vzrástli len výnosy dlhopisov s dlhšou splatnosťou, tiež približne o pol percentuálneho bodu. Nemecký 10 ročný dlhopis bol na konci roka s výnosom okolo -0.20% a taliansky okolo 1.20%. Podľa očakávaní zostali nízko aj výnosy podnikových dlhopisov. A to aj v Európe aj v USA, krátkodobé či dlhodobé rovnako tých s investičným aj so špekulatívnym ratingom.

O akciách sme tvrdili, že hoci v roku 2020 zaznamenali prudký rast, zostanú príťažlivé aj v roku 2021 s tým, že navrch budú mať americké a ázijské akcie (tamojšie mladé a disciplinované obyvateľstvo malo prejsť vírusom a očkovaním dobre).

Celkovo a v amerických sme sa nemýlili, národný akciový index S&P 500 vzrástol v priebehu roka 2021 o 27%, čo je jeden z najlepších výsledkov spomedzi všetkých národných indexov a zároveň za celú históriu indexu S&P 500. Vo všeobecnosti sa akciám darilo dobre, najmä vo vyspelých krajinách okrem USA aj v Európe. Je to výsledok kombinácie hlavne dvoch faktorov – jednak tamojšie oblasti silne stimulovali domáci dopyt pomocou silných menových a fiškálnych programov a jednaj tamojšie firmy sú konkurencieschopné a často aj podnikajúce v oblasti on-line služieb, a teda sa dobre adaptovali na nové prostredie. Koniec koncov, zo sektorov práve

informačné technológie boli po energiách druhé najúspešnejšie.

Na druhej strane sa ázijským firmám nedarilo tak ako sme si na začiatku roku 2021 mysleli. Veľký pokles zažil hlavne hongkonský index Hang Seng, kvôli zvýšenej regulácii Číny vo viacerých oblastiach (nehnuteľnosti, gambling, doučovanie atď.), keď napokon zbankrotoval jeden z najväčších developerov v krajine, Evergrande. Pozitívne, ale v porovnaní s USA a Európou slabšie výsledky dosiahli akcie v Japonsku, Južnej Kórei.

Výborný rok zažili komodity. Cena ropy či plynu vzrástla medziročne o polovicu, priemyselných kovov a pôdohospodárskych produktov zhruba o tretinu. Drahé kovy boli pre investorov do tohto segmentu sklamaním, zlato kleslo v priebehu roka o 4% a striebro až o 12%. V roku najvyššej inflácie za mnohé desaťročia je takýto vývoj zvláštny.

Dolár v súboji s eurom v roku 2021 vyhral, keď sa zhodnotil o 7%. Vo všeobecnosti voči euru posilňovali meny vyspelých krajín a oslabovali meny krajín Južnej Ameriky. Najviac ale oslabil turecká líra, ktorá sa stala obeťou pomätenej politiky prezidenta Erdogana. Z exotických aktív - bitcoin posilnil voči doláru o 60%, druhé najpoužívanejšie ethereum o 400%.

Čo nás v roku 2022 zrejme neminie?

Niektoré udalosti vieme predpovedať s vysokou pravdepodobnosťou, niekde sa však musíme spoľahnúť na svoju intuíciu, skúsenosti a schopnosť správne pospájať súvislosti a tam je pravdepodobnosť odhadu o niečo nižšia. A samozrejme, vždy priletí čierna labuť, jednoducho stane sa niečo, čo na základe súčasných poznatkov nebolo možné predpovedať.

Vcelku predvídateľná je politika centrálnych bánk, lebo sledujú málo premenných, rozhodujú sa podľa jednoduchých algoritmov a napokon svoje kroky naznačujú s predstihom.

Vo všeobecnosti je teraz vo svete inflačné prostredie, centrálné banky po celom svete menovú politiku sprísňujú. Zatiaľ najodvážnejšie sú centrálné banky v rozvojových krajinách, lebo tam všeobecne z viacerých dôvodov inflačné prostredie vyššie - hovoríme najmä o Južnej Amerike. Z krajín G7 zatiaľ zvyšovala sadzby len britská centrálna banka Bank of

England, z ostatných vyspelých krajín Nórsko, Nový Zéland a Južná Kórea.

V tomto roku je na rade americká centrálna banka, ku ktorej sa pridá asi aj Kanada. Sú na to jasné predpoklady. Po prvú, decembrová spotrebiteľská inflácia v USA dosiahla 7%, najviac za posledných 30 rokov. Ceny služieb, ktoré najviac odrážajú skutočnú vnútornú ekonomickú situáciu USA, síce rastú výrazne pomalšie, ale aj tak rýchlo o takmer 4% a sú na vzostupe.

Zároveň sa uzatvára trh práce. V USA tak ako aj v mnohých iných krajinách sa blížime k prirodzenej miere nezamestnanosti a tak čoraz menej ďalších ľudí bude možno zapojiť do pracovného procesu. Tlak na rast miezd sa zvyšuje. Počas koronakrízy totiž odišlo z trhu práce množstvo ľudí. Niektorí sa postupne vracajú, ale hlavne vo vekovej kategórii 55 rokov a viac sú straty trvalé - odišli do predčasného dôchodku a už sa do práce nevrátia, lebo vysoký rast akcií za posledné roky im priniesol slušné penzie. Celkovo chýba na trhu práce v USA asi 7 miliónov ľudí, ktorí by tam dnes boli ak by koronakríza nebola. Navyše veľa ľudí mení svoju pracovnú pozíciu, a samozrejme, vo väčšine prípadov je mzda na novom pracovnom mieste vyššia ako na doterajšom.

FED bude v uťahovaní menovej politiky v roku 2022 pravdepodobne veľmi aktívny. Zároveň však nepredpokladáme, že uťahovanie bude trvať dlho. Inflačné tlaky stále považujeme za dočasné a už v tomto roku sa začnú postupne uvoľňovať. Lebo hoci dopyt po energiách stále prevyšuje ponuku historicky nadpriemerné ceny rýchlo priťahujú nové investície do odvetvia a medzera by sa mala postupne uzatvárať.

Zároveň bude postupne spomaľovať nadmerný dopyt po tovaroch, ktorý viedol v poslednom roku tovarovú infláciu vyššie. A to z dvoch dôvodov – jednak sa zdá, že už sa postupne podarilo vybaviť domácnosti tovarom, ktorý potrebovali na home office a jednak pri Omikrone krajiny prechádzajú problémami len krátkodobo (napríklad už teraz sa znižuje miera hospitalizácií v USA) čo umožňuje otvárať aj služby.

S relatívne skorým návratom na nízke predpandemické inflačné úrovne počíta aj ECB, ktorá v marci ukončí špeciálny pandemický program výkupu dlhopisov (PEPP, Pandemic Emergency Purchase Programme), v rámci ktorého od mája 2020 do marca 2022 nakúpi podnikové a štátne dlhopisy za 1.85 bil. EUR. Podľa oficiálneho stanoviska ECB však bude pokračovať „štandardný“ program výkup

dlhopisov APP s aktuálnym objemom výkupov za 20 mld. EUR mesačne. Zvyšovanie úrokových sadzieb v roku 2022 a ani v ďalších rokoch v eurozóne nečakáme.

V reakcii na zvyšovanie úrokového rizika v USA sa budú zvyšovať úrokové sadzby na dlhopisoch v USA a aj v Európe, a to najmä v USA a najmä na kratších splatnostiach. Investori počítajú s tým, že centrálna banka sa s infláciou skôr či neskôr vysporiadajú a nebude dlhodobým problémom, a preto by sa dlhodobé výnosy mali zvyšovať pomalšie ako krátkodobé.

Oživenie svetovej ekonomiky by malo udržať prirážky na podnikových dlhopisoch v USA a aj v Európe nízko, ale prísnejšia americká menová politika môže nahlovať dôveru investorov v schopnosti podnikov splácať svoje dlhy hlavne v prípade emitentov so špekulatívnym ratingom. Nie je vylúčená vyššia volatilita podnikových dlhopisov.

Akcie sa od začiatku roka 2022 vyvíjajú zle. Ale zďaleka netreba hodiť flintu do žita. Podľa nášho názoru ich čaká opäť pozitívny rok, ale takmer určite nebude tak dobrý ako 2021. Iba ak by sa potvrdilo, že koronavírus zmuťoval natoľko, že sa z neho stala „moderná chrípka“, z pandémie endémia. Ktorá bude síce zabíjať a karanténovať ľudí, ale nie v takej miere, aby to niekedy viedlo k lockdownom. Investori by toto víťazstvo mohli osláviť masívnym investovaním do akcií. Skôr je však pravdepodobnejšie, že v roku 2022 zaznamenáme len mierny rast indexov.

Po prvé, sprísňovanie menovej politiky vždy investorov na akciovom trhu vystraší. Viac sa zvyčajne dotkne rastových akcií (tieto firmy zvyšujú podiel na trhu), menej hodnotových, dividendových akcií. Je to hlavne preto, lebo v očiach investorov centrálna banka okreše rastovým akciám ich budúce tržby a zisky, ktoré sú hlavným motívom pre vstup investorov. A zároveň, v období pred zvyšovaním sadzieb sa rastovým akciám darí zvyčajne lepšie než zvyšku trhu a teraz ako keby korigovali. Aj teraz technologické akcie, ktoré sú dobrým príkladom rastových akcií, klesli viac ako trh.

Ďalej, najmä v USA sa bude sprísňovať aj rozpočtová politika. Federálny rozpočtový deficit USA by sa mal v roku 2022 medziročne znížiť o 1.8 bil. USD alebo 9 percentuálnych bodov na HDP, celkový verejný deficit by sa mal znížiť o 6 pb. V tom sú započítané už aj pripravované výdavkové programy, ktoré sú však

aj tak dlhodobé. O približne 4 percentuálne body na HDP by sa mal znížiť deficit v eurozóne. To znamená, že bude v čistom o toľko peňazí menej smerovať zo strany verejnej správy hlavne do domácností.

V roku 2021 sa čerpali aj nadmerné úspory v USA vytvorené v roku 2020 a 2021, avšak na konci roka 2021 už boli takmer na normálnej úrovni. Tento impulz bude v roku 2022 chýbať.

Na druhej strane ale oživenie svetovej ekonomiky pokračuje a tým, že USA a aj Európa sa vracajú na predpandemické úrovne, bude ich hospodársky rast približne raz taký rýchly než zvyčajne v dobrých časoch. To je dobrý základ pre rast akcií.

Ťažko teraz povedať, či aj v tomto roku americké akcie predbehnú európske. V prospech európskych hovorí o niečo lepšie ocenenie, menší pokles podpory menovej a fiškálnej politiky. Na druhej strane sú ale americké firmy sú väčšie, globálnejšie, so schopnosťou pozbierať smotanu po celom svete. A práve technologický sektor, ktorý síce teraz kvôli FEDu pod tlakom, je v skutočnosti v dobrej kondícii a stále je nositeľom štrukturálnej (post)pandemickej zmeny.

Samozrejme, existuje veľa rizík prognózy. Aj tie, o ktorých netušíme (čierne labute), ale aj tie, ktorých hrozbu vieme aspoň identifikovať, aj keď nevieme či sa prejavia.

Momentálne ide o ukrajinsko – ruský konflikt. Rusko je pripravené na problémy „technicky“, keď je vo viacerých oblastiach sebestačné, má dostatočné rezervy a medzinárodne obchodovateľné komodity na vývoz. Zároveň je pripravené aj „politicky“, obyvateľstvo je rezignované a naopak, prípadné vojenské úspechy by ocenilo podporou vedenia. Ruské vedenie je ambiciózne, staršie a motivované nielen zanechať za sebou stopu, ale vôbec udržať svoje postavenie (v budúcich generáciách) navždy.

Problémom je len to, že potrebuje mať „istotu úspechu“. Čím vyššia, tým je vyššia pravdepodobnosť vojenského stretu a naopak. Rusko počíta s dezintegráciou západu v prístupe k nemu, na čom dlhodobo pracuje. Jednotný postup západu vojne s veľmi vysokou mierou pravdepodobnosti zabráni.

Ruské výdavky na obranu (v prípade tejto krajiny ide s určitou mierou nadsázky o výdavky na útok) tvoria ročne asi 70 – 80 mld. USD, čo je v podstate na úrovni Veľkej Británie alebo výrazne menej ako výdavky

Nemecka a Francúzsko spolu alebo ako desatina amerických výdavkov na obranu. Okrem toho, za posledné roky zdvojnásobila svoje obranné výdavky aj Ukrajina. Samozrejme, útok na Ukrajinu nie je útokom na člena NATO, ale aj tak voči jednotnému západu a Ukrajine je Rusko vojenským trpaslíkom.

Ak by predsa len konflikt vypukol, určite by zamával akciovým, a hlavne komoditným trhom.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹ *Komentár z 22. januára 2021: Zaujímavý rok za nami, zaujímavý rok pred nami*

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.