

KOMENTÁR

9. august 2024

Hladké pristátie

V posledných dňoch sme na finančnom trhu svedkami turbulencií. Akcie pooslabovali, konkrétne americký akciový index S&P 500 klesol za prvé tri augustové obchodné dni o 6,1 %, európsky Stoxx o 6 % a japonský Nikkei 225 až o 19,6 %. Štátne dlhopisy posilnili a meny sa tiež poposúvali rôznymi smermi. Potom sa aktíva síce kostrbato, ale predsa len začali vracat' naspäť na vyššie pozície.

Spúšťačom bolo niekoľko nových udalostí a zároveň trh viac precítil už doteraz jestvujúce riziká, nazvime ich latentné riziká.

Prvé znepokojenie prišlo v stredu 31. júla po zasadnutí japonskej centrálnej banky. Hoci sa po celom svete sadzby znižujú, ona sadzby zvýšila, hlavná úroková sadzba išla z 0,10 % na 0,25 %. Banka zároveň znižuje program kvantitatívneho uvoľňovania, už nebude od komerčných bánk mesačne nakupovať japonské štátne dlhopisy za 6 bil. jenov (cca 38 mld. EUR), ale len v polovičnom objeme.

Trh sa tohto sprísnenia zľakol, lebo Japonsko je do určitej miery financujúcou krajinou pre západné trhy. Investori si požičajú na japonskom trhu za nízku úrokovú sadzbu, potom tieto peniaze investujú na západných trhoch do povedzme dlhopisov s vyšším výnosom a potom, samozrejme, tieto peniaze vrátia späť do Japonska. Prijemné je, keď len voči mene investora oslabuje, lebo potom investori zarábajú nielen na výnosovom rozdiel, ale aj na kurzovom rozdiel.

A práve keď centrálna banka v júli naznačila, že sa chystá úrokové sadzby zvyšovať, začal sa nielen znižovať úrokový (výnosový) rozdiel, ale začal posilňovať aj jen. Investori tak dostali z Japonska dvojitý úder. Preto aj japonské akcie klesli viac ako inde, lebo investori na uzatvorenie pozícií na japonskom trhu používali aj peniaze z predaných akcií. Mimochodom, trhy potom upokojoval viceguvernér

banky Šiniči Učida a následne Nikkei 225 časť strát významne zmazal.

V rovnaký deň, v stredu, zasadala aj americká centrálna banka, nastavenie menovej politiky nemenila. Po svojom komentári a na tlačovej besede uviedla, že americká ekonomika urobila za posledné dva roky významný pokrok k naplneniu duálneho cieľa cenovej stability a maximálnej zamestnanosti, ale FED sa ešte potrebuje presvedčiť, že sa inflácia jasne dostane na 2 % (teraz je na 3 %). Banka uviedla, že sa nemá kam ponáhľať, lebo nateraz je ekonomická aktivita silná, ale ak by neočakávane oslabil trh práce alebo by inflácia klesla rýchlejšie, ako sa očakáva, bude reagovať.

Toto vcelku neutrálne hodnotenie situácie finančný trh znepokojilo, lebo čakal jasné naznačenie, že 18. septembra sa budú sadzby znižovať (centrálne banky zvyčajne približne mesiac dopredu naznačujú zmenu menovej politiky). To bol ďalší impulz.

Tretím spúšťačom boli údaje z amerického trhu práce za júl zverejnené v piatok 2. augusta. Prílev nových pracovných miest bol nižší ako v júni a aj menej, ako sa čakalo. Miera nezamestnanosti narástla zo 4,1 % na 4,3 % a tempo rastu miezd spomalilo. Trh chytila panika.

Tú umocňovali aj dva ďalšie latentné faktory, ktoré si doteraz trh veľmi nevšimol. Jedným z nich bola umelá inteligencia, ktorá bola jedným z hlavných faktorov rastu cien akcií predovšetkým v americkom IT sektore, keď za rok 2023 a prvú polovicu roka 2024 vzrástol tento sektor o 100 %. Keďže má vysoký, takmer tretinový podiel na národnom indexe S&P 500, rástol aj ten, konkrétne za toto obdobie o vyše 40 %.

Trh hnal tieto akcie nahor, lebo napokon technologické zmeny bývajú z krátkodobého hľadiska preceňované (a z dlhodobého podceňované). A časť trhu, aj keď tomu vôbec nerozumela, nechcela tento vlak zmeškať.

Aktuálne sa však trh zľakol, či nie je téma AI precenená.

Druhým latentným faktorom bola komplikovaná geopolitická situácia, ktorá nad nami visí ako Damoklov meč. Hlavnými ohniskami napätia sú vojna na Ukrajine, hrozba vpádu Číny na Taiwan (to je aktuálne najhoršia hrozba) a napätie medzi Izraelom a podporovateľmi Hamasu. Zabitie politického vodcu hnutia Ismáíla Haníju v Teheráne eskalovalo napätie na Blízkom východe.

Sú tieto riziká ocenené správne?

Začnime odzadu. Geopolitické riziká sú v podstate veľmi ťažko kvantifikovateľné, závisia od rozhodnutia úzkej skupiny ľudí a od vnímania sily ich protivníka. Len ťažko je možné dostatočne presne odhadnúť, či sa materializujú, a ešte ťažšie, do akej miery sa materializujú. Navyše je to dynamický proces, kde sa účinky, sily a faktory menia v priebehu konfrontácie. Samozrejme, to neznamená, že ich netreba sledovať. Ak je možné, je dobré odhadnúť začiatok nezvratnej akcie a prijať adekvátne investičné rozhodnutie. Ale dopredu neinvestovať by bolo krátkozraké.

Umelú inteligenciu považujeme za veľmi významný prínos k ekonomickému rastu, lebo veľmi vhodne dopĺňa faktory rastu v modernej znalostnej ekonomike a zároveň rieši problém zlej demografie. Bude to však beh na dlhé trate. Sme len na začiatku celého procesu, nevieme, kto bude víťazom a kto porazeným, ale vzhľadom na objem investícií, objem potrebného testovania, pracovnú kapacitu atď. majú vyššiu šancu veľké „zabehnuté“ americké IT korporácie. Mimochodom, nejde o firmy venujúce sa výlučne AI, ich výsledky sú do istej miery podporené aj ich tradičným biznisom, a to by ich malo čiastočne podržať aj na akciovom trhu.

Mnohí investori však očakávajú prínosy AI hneď a nevedomujú si, že najprv je to hlavne o nákladoch a prienik do života bude pozvoľný aj v závislosti od pripravenosti potrebnej infraštruktúry. Krátkodobo tak môžu byť akcie precenené, a keď sa neobjavia potrebné výsledky, môžu byť akcie v tomto sektore turbulentnejšie ako inde. Momentálne sektor považujeme za mierne predražený, ale neodporúčame z neho odchádzať. Čaká nás obdobie znižovania

úrokových sadzieb, ktoré mu prospeje, navyše bude si držať investorov, ktorí budú „zvedaví, ako to dopadne“. Volatilita však bude vyššia než doteraz. No tá bude vyššia na celom trhu, nielen v IT sektore.

FED je teraz v komplikovanej situácii. Rovnováha na trhu práce už bola dosiahnutá. Posledná júlová miera nezamestnanosti centrálnu banku pravdepodobne prekvapila negatívne, lebo 4,3 % je viac, ako čakala v júlovej prognóze (4,0 % na konci roka 2024). Jeden z dvoch cieľov – cenová stabilita a maximálna zamestnanosť – už dáva dôvod na normalizáciu sadzieb. Len pripomeňme, že aktuálne FED vidí dlhodobé rovnovážne úrokové sadzby na 2,75 %.

Celková spotrebiteľská inflácia je teraz na 3,0 % a jadrová inflácia, ktorá je bez celosvetových vplyvov potravín a energií a preto lepšie odráža stav americkej ekonomiky, je na privysokých 3,3 %. Na druhej strane, v máji a júni boli medzimesačné rasty oboch inflácií malé a v blízkej budúcnosti sa dočkáme zníženia aj medziročných čísel, budeme bližšie k naplneniu ďalšieho základného cieľa centrálnej banky.

Na druhej strane, americká ekonomika je vo veľmi dobrej kondícii. V druhom štvrtroku rástla medziročne o slušných 3,1 %, viac ako dlhodobý priemer. Navyše štruktúra rastu je dobrá, keď spotreba domácností zostáva silná a ekonomiku ťahajú súkromné a aj verejné investície. A mnohé ďalšie parametre, ktoré sa aj znižujú, znižujú sa pomaly a postupne a nejdú do úrovni typických pre začiatok recesie.

Septembrové znižovanie sadzieb je bez debaty veľmi pravdepodobné. FED môže ísť dole aj o pol percentuálneho bodu. V každom prípade bude časť trhu nespokojná. Prudké zníženie povedzme o 0,50 bodu si vysvetlí ako strach centrálnej banky z recesie, a ak zníži menej, časť trhu to bude považovať za nedostatočné. Banka môže v septembri aj sadzby ponechať nezmenené, ale to by bol veľmi nešťastný krok hraničiaci s ohrozením reputácie FED-u. Práve vyšší rast nezamestnanosti, než FED očakával, by tentoraz mohol viesť banku k rozhodnutiu znížiť sadzby viac. Celkovo by mala banka do konca roka znížiť sadzby o 0,75 – 1,00 percentuálneho bodu.

V eurozóne je tiež inflácia privysoká, v júni dosiahla medziročných 2,5 %. Jadrová inflácia bola vyššia, až

2,9 %, a je pomerne odolná. Rast ekonomiky eurozóny je pomalší ako v USA, ale mierne zrýchľuje, nie je v recesívnej trajektórii. Zastavil sa napríklad aj pokles úverov. To všetko komplikuje prácu Európskej centrálnej banky. Momentálne je ECB v komfortnejšej pozícii ako FED. Sadzby bude znižovať, ale je úplne vylúčené, že tentoraz to bude menej ako v USA.

Momentálne sú akcie v USA ocenené mierne vyššie, ako by mali byť, najmä IT sektor. Európa je lacnejšia, ale tam sú riziká oveľa vyššie. V najbližších týždňoch očakávame vyššiu volatilitu. Úrokové sadzby v USA

a v eurozóne sú však veľmi vysoko a oveľa vyššie ako je ich povedzme dlhodobá neutrálna pozícia. Centrálna banka má priestor aj na razantnú uvoľňujúcu sa menovú politiku. Tá bude tmiť ekonomické spomalenie, ktoré je samo o sebe veľmi pozvoľné. Celkovo je situácia o niečo lepšia, ako sa pesimistom zdá, a odporúčame poklesy využívať na doinvestovanie.

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 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.