

KOMENTÁR

19. december 2024

Spojené nádoby americké

Od októbra minulého roka je na finančnom trhu dobrá nálada. Americké akcie merané indexom S&P 500 odvtedy vzrástli o takmer 50 %, európske akcie podľa indexu Stoxx 600 sa zhodnotili o 20 %. Trhy ťahá nahor dobrý stav americkej ekonomiky, znižovanie úrokových sadziieb po celom svete a v poslednom čase aj víťazstvo Donalda Trumpa a jeho perspektíva protrhovej hospodárskej politiky. Slabosť európskej ekonomiky investori ignorujú.

Aktuálne sa akcie v USA obchodujú na úrovni 26-násobku ročného zisku na akciu, ešte pred rokom to bol 18-násobok, a dlhodobý 10-ročný priemer je okolo 20. Akcie sú dnes drahé, a teda investori očakávajú, že americkým firmám sa bude v najbližšej budúcnosti dariť lepšie ako zvyčajne.

Európsky akciový index Stoxx 600 sa dnes obchoduje za vyše 14-násobok ročného zisku, čo je síce menej ako dlhodobý priemer na úrovni 16-násobku, ale viac ako 12-násobok, na ktorom boli európske akcie pred rokom. Aj európske akcie – hoci dnes lacnejšie než americké – sú drahšie, ako boli minulý rok. A pritom v Európe sa k lepšiemu nepohlo nič, naopak, ekonomika, hlavne domáca spotreba, rastie pomaly, krajiny majú štrukturálne problémy a nemohúce vlády, ktoré ich nedokážu riešiť. Európske akcie sa len vezú na amerických a na otáznom dopyte po európskych produktoch v zahraničí.

Vo všeobecnosti je optimizmus na finančnom trhu užitočný, lebo posilňuje investičnú odvahu, ale prílišný optimizmus je už škodlivý. A to môže byť aj dnešný prípad. Podľa nášho názoru si trh idealizuje potenciálne pozitívne faktory a tie negatívne potláča. A neuvedomuje si, že ekonomické faktory a parametre sú spojené nádoby, všetko so všetkým súvisí a nemožno si z koláča vybrať len hrozienka, ale aj ten pripečený spodok.

Po prvé, trh očakáva zrýchlenie americkej ekonomiky, a teda kvôli tomu rýchlejší rast tržieb a ziskov.

Aktuálne sa však americkej ekonomike veľmi darí. V treťom štvrtroku rástla medziročne o slušných 2,7 %, pričom hlavné zložky domáceho dopytu rástli každá ešte rýchlejšie – spotreba domácností o 2,9 %, súkromné investície o 3,4 % a vládna spotreba a vládne investície o 3,3 %. Záporný bol len príspevok zahraničného obchodu, ale vnútorný rast bol silný a nadpriemerný.

Americká ekonomika sa vie dlhodobo zväčšovať o približne 2,5 % ročne, v najlepších časoch je rast okolo 3,0 – 3,5 %. Teraz rastie blízko maximálnej úrovne svojich možností, hovoríme, že sa pohybuje na úrovni potenciálneho outputu. Typickými ukazovateľmi takého stavu sú veľmi nízka miera nezamestnanosti, vysoká miera využitia výrobných kapacít, prehlbovanie deficitov vo verejnom sektore a v platobnej bilancii a neklesajúca jadrová inflácia. A toto všetko teraz americká ekonomika vykazuje. Ďalšie zrýchlenie hospodárskeho rastu bez významného nárastu nerovnováh už nie je možné. Investori môžu byť sklamaní.

Navyše celková inflácia sa postupne znižuje a spomaľuje rast tržieb, ziskov a trhovej kapitalizácie. A tak napriek vysokému rastu reálneho HDP USA v budúcnosti bude nominálne prostredie menej priaznivé pre rast tržieb a cez marže aj pre zisky.

Po druhé, ak bude ekonomika rásť aj naďalej na hranici svojich možností, inflačné prostredie pretrvá a FED nebude mať inú možnosť, len držať sadzby vysoko. Vysoko tak zostanú aj výnosy na dlhopisoch, a to aj na podnikových s dobrým kreditným profilom, lebo tam je úrokové riziko dôležitejšie než kreditné. Dlhopisy sú najväčšou konkurenciou akcií a vysoké výnosy môžu odľakať investorov z akciového trhu.

Po tretie, trh si veľa sľubuje od zníženia sadzby korporátnej dane. Aktuálne je sadzba 21 %, uvažuje sa o 15 %. Keďže však podniky „idú na plný plyn“, ďalšie

zníženie zdanenia nemá ako významne zrýchliť hospodársky rast.

Podnikom sa však môže aj tak zvýšiť zisk po zdanení. Ak by sme zobrali do úvahy zníženie korporátnej sadzby počas prvého funkčného obdobia prezidenta Trumpa, vtedy sa sadzba znížila z 28 % na 21 % a efektívna daňová sadzba zo 14 % na 8 až 9 %, a teda o 5 až 6 percentuálnych bodov. Ak by sa podobne znížila aj teraz, nestačilo by to na výrazné zvýšenie zisku podnikov. Lebo ak je dnešný pomer ceny akcií k ziskom na úrovni 26-násobku a dlhodobý priemer je 20-násobok, pri súčasnej cene akcie by museli zisky vzrásť o štvrtinu, aby sa P/E znížilo na dlhodobý priemer. Zníženie daní teda dokáže vyššie P/E vykompenzovať len veľmi málo.

Okrem toho znižovanie daní povedie k vyššiemu deficitu verejného rozpočtu a k rastu verejného dlhu. Krátkodobo (počas funkčného obdobia Donalda Trumpa – čo on dobre vie) to nespôsobí nič, USA si môžu dovoliť aj rýchly rast verejného dlhu na HDP. Krajina však môže nastúpiť na cestu, na ktorej konci je jedna z reálnych možností aj krach. Lebo už teraz USA platia na úrokoch z verejného dlhu vyše 4 % HDP (takmer 15 % výdavkov federálneho rozpočtu) a číslo bude narastať. O to rýchlejšie, ako bude rásť verejný deficit, a o to rýchlejšie, ako zostanú úrokové sadzby vysoko. A významný pokles úrokových sadzieb je pri proinflačnej prodeficitnej politike Donalda Trumpa nepravdepodobný. Kruh sa uzatvára.

Elon Musk prisľúbil bojovať s deficitom zoštíhlením štátnej správy a ušetrením 2 miliónov USD ročne. Snaha o zefektívnenie verejnej správy je vždy veľmi správna, len v tomto prípade ide o kvantitatívny a kvalitatívny nezmysel. Dva milióny predstavujú tretinu federálnych výdavkov, takýto škrt jednoducho nie je možný, aj vzhľadom na to, že USA majú relatívne nízku daňovú kvótu (podiel verejných výdavkov na HDP).

Väčšina výdavkov federálneho rozpočtu je povinných – mandatórnych –, tvoria asi tri štvrtiny výdavkov. Nerozhoduje sa o nich bežne v Kongrese, ale sú zavedené v zákonoch. Najväčší balík sú sociálne výdavky, v drvivej väčšine rôzne druhy penzií, potom výdavky do zdravotného sektora, na úrokové platby za verejný dlh. Tie okresať nemožno alebo len s veľkými

ťažkosťami (napríklad nebudeme platiť za verejný dlh?). Nepovinné (tzv. diskkrétne) výdavky podliehajú každoročnému schvaľovaniu v Kongrese a sú to výdavky na obranu, infraštruktúru, sociálne služby. S nimi možno hýbať viac, ale to nestačí. Je ich len štvrtina zo všetkých výdavkov.

Druhá rovina je kvalitatívna. Štát nie je firma, plní viaceré funkcie. Inštitúcie majú svoju zásadnú úlohu a nemôžete len tak z jedného dňa na druhý roztrhnúť pavučinu vzťahov, lebo to má okamžité a aj strategické dôsledky. Vývoj inštitúcií v tom rozsahu, ako ho chce transformovať Elon Musk, presahuje rámec jedného volebného obdobia do konca roka 2028. A teda Musk bude musieť svoje ambície rozptýliť na dlhšie časové obdobie.

Po štvrté, čo do počtu krajín majú s väčšinou štátov USA obchodný prebytok, ale celkovo, pokiaľ ide o celkovú sumu, majú USA deficit. Najväčší deficit je s Čínou, Mexikom, Vietnamom, Kanadou, Nemeckom, Japonskom, Írskom. V rámci krajín Európy sú veľké rozdiely, napríklad najvyšší prebytok vôbec majú USA s Holandskom, ale celkovo majú USA s Európou veľký deficit.

No riešenie deficitu pomocou ciel, tak ako to navrhuje Donald Trump, je z veľkej miery zlým rozhodnutím. Vo všeobecnosti majú clá zmysel vtedy, ak sú cielené na tie dovezené tovary a služby, ktoré sú exportnou krajinou neférovu podporované s cieľom zničiť konkurenciu a ovládnuť trh. Ide o tzv. antidumpingové clá. Preto mali a dnes aj majú zmysel clá na čínsky tovar, dokonca aj v širšej verzii, lebo čínska vláda systematicky podporovala a podporuje krádeže duševného vlastníctva zo Západu, aby čínskym firmám znižovala náklady na výskum a vývoj.

Dnes sa však Donald Trump netají tým, že clá majú odstraňovať obchodný deficit USA so svetom a že majú slúžiť aj na neekonomické ciele, napríklad na donútenie krajín bojovať s drogovou kriminalitou alebo zabrániť migrácii do USA. Ale to je „hlboké nedorozumenie“.

Predovšetkým clá nemajú slúžiť na vydieranie štátov a už vôbec nie spojencov, ktorých môže USA potrebovať voči skutočným nepriateľom. Je možné porozumieť frustrácii novej americkej administratívy,

že napríklad mnohé krajiny NATO sú čiernymi pasažiermi, ktorí požívajú ochranu USA bez toho, aby za to zaplatili dohodnutú cenu, ale to by nemalo vyústiť do riešenia pomocou colnej vojny, ale inak, vrátane zásadného rozhodnutia – úvahe o členstve USA z NATO.

Clá znižujú konkurenciu a zvyšujú celkové náklady v medzinárodnom obchode a narušujú efektívnu alokáciu kapitálu. Výsledkom je celkové zníženie hospodárskeho rastu aj v tej krajine, ktorá clá zvyšuje. Pri tovaroch menej citlivých na zmenu ceny predstavujú clá len dodatočné zdanenie a tak znižujú celkový kúpyschopný dopyt. Takto sa môžu clá obrátiť proti tomu, kto ich zavádza.

Okrem toho znižovanie obchodných deficitov je v priamom konflikte so záujmom Donalda Trumpa zaručiť americkému doláru status svetovej rezervnej meny. Pretože USA musia nechať časť svojich dolárov v zahraničí, aby si z nich ostatní – držitelia dolára ako rezervnej meny – mohli robiť zásoby. Bez ponuky dolárov nebude uspokojený dopyt po dolári a ten prestane plniť funkciu rezervnej meny.

Piaty problém súvisí s nelegálnou migráciou. V USA je podľa viacerých odhadov 13 – 17 miliónov nelegálnych migrantov a ich vystaňovanie je kontroverzné. Samozrejme, každá krajina má právo vybrať si ľudí, ktorí sa k nej nasťahujú, lebo človek je potenciálne najproduktívnejší a zároveň potenciálne

najneproduktívnejší „asset“. Miera zamestnanosti ilegálnych imigrantov v USA je však nadpriemerná (pravdepodobne hlavne kvôli nižšiemu priemernému veku). Vyhostenie migrantov by spôsobilo zníženie hospodárskeho rastu a výraznú nerovnováhu na trhu práce, hlavne v určitých odvetviach a oblastiach.

Celkovo teda faktory, ktoré dnes ťahajú akcie nahor, nie sú lepšie ako boli v minulom roku. Donald Trump, ako sme opísali vyššie, sa môže pohybovať len v obmedzenom priestore navzájom súvisiacich protichodných parametrov, umelá inteligencia je rovnako sľubná či nesľubná ako pred rokom a dokonca centrálné banky majú časť cesty znižovania úrokových sadzieb za sebou a tým majú nižší manévrovací priestor ako pred rokom. A medzinárodná geopolitická situácia nie je o nič lepšia, práve naopak.

Cena akcií tomu nezodpovedá. Áno, vždy sa dá povedať, že predtým bol prílišný pesimizmus a teraz sa situácia len normalizovala. To však pravdepodobne nie je tento prípad. Akcie ešte môžu a pravdepodobne aj budú v najbližších mesiacoch rásť, ale na rozdiel od dneška budú postupne menej závislé od očakávaní a, naopak, viac konfrontované s realitou. A to môže byť pre časť investorov sklamaním.

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 upozomenia 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.