

KOMENTÁR

24. január 2020

Akčný rok 2020

Rok 2019 bol na finančnom trhu jeden z najúspešnejších vôbec. Z takmer stovky krajín, ktoré majú aspoň jeden obchodovateľný akciový index, rástli akcie v 80% z nich. Rekordérom bol venezuelský index IBC so ziskom 5 520%, ale tu, samozrejme, treba zohľadniť vysokú infláciu v krajine. V prepočte na EUR bol priemer a aj medián (stredná hodnota) zhodnotenia vo svete na úrovni 11.5%. Dominoval grécky index ASE (+49.5%) nasledovaný ruským indexom MOEX (+47.2%). Európsky index Stoxx 600 „zarobil“ 23.2%, nemecký DAX 25.5% a japonský Nikkei 22.3%.

Veľmi dobre sa darilo americkému indexu S&P 500, ktorý zhodnotil o 28.9% a v prepočte do EUR až o 31.4%. Vzhľadom na tento „výnos“, ale aj súvisiacu likviditu a celkové riziko amerických firiem možno považovať index S&P 500 za skutočného kráľa roku 2019.

Úprimne, takýto prudký rast akcií počas roka nie je prirodzený. Národný akciový index dlhodobo rastie o niečo rýchlejšie ako (obyčajný) nominálny HDP. Ten je z viacerých dôvodov (inflačné ciele, vplyv politického cyklu na spotrebu domácností atď.) veľmi stabilný a takmer vždy rastúci. Napríklad nominálny HDP USA medziročne klesal od 2. svetovej vojny len zopár rokov tesne po vojne, neskôr v 50. rokoch a potom až v kríze 2008 / 2009. Inak rástol vždy, v každom jednom roku, čo znamená, že vždy sa zväčšoval koláč pre firmy, z ktorého rástli ich tržby a zisky a teda aj cena ich akcií.

Akciové indexy rastú priemerne o niečo rýchlejšie ako HDP, lebo kým celý HDP tvoria všetky firmy v ekonomike, aj tie neúspešné, akciové indexy tvoria len najúspešnejšie firmy (index sa pravidelne rebalancuje, neúspešné firmy vypadávajú a pribúdajú nové dravé firmy, ktoré okrem iného prinášajú aj technologickú zmenu v spoločnosti a pod.). Ak napríklad zoberieme vývoj za posledných 20 rokov, potom nominálny HDP USA rástol priemerne medziročne o 4.1% a index S&P 500 o 5.3%, tzn. vyše percentuálneho bodu, a to napriek jednej menšej a jednej obrovskej recesii. V pokojných časoch sa nárast akcií ešte zvyšuje, povedzme na 5 percentuálnych bodov, ale nie viac. A tak rozdiel 25 percentuálnych bodov tak ako to bolo v roku 2019 už musí dvíhať obočie.

Veľmi vysoký rast akcií v rámci jedného roku je neprirodzený a je zvyčajne dôsledkom aspoň jedného z troch faktorov: buď sú akcie na začiatku roku podhodnotené alebo na konci roku sú nadhodnotené (to nás teraz zaujíma najviac) alebo počas sledovaného obdobia sa stalo niečo, vďaka čomu budú mať firmy v budúcnosti vyššie tržby

a zisky a takýto prudký rast akcií zodpovedá fundamentu. Celkovo však, určiť podhodnotenosť či nadhodnotenosť akcií je extrémne ťažké, lebo veľčín, ku ktorým sa dajú akcie primerateľne veľmi veľa a neexistuje na to všeobecne prijatý postup (to ani nie je možné, inak by trh nefungoval). Je to možné len „kvalifikovane, ale subjektívne odhadnúť“.

Boli teda akcie na začiatku roku 2019 nadhodnotené?

Zrekapitulujme základný vývoj predtým. V septembri 2018 USA a Čína navzájom zaviedli ďalšie nové clá, trh sa bál spomalenia rastu. Americká centrálna banka však trhový sentiment ignorovala (vyhodnotila clá ako neškodné) a naznačila, že neustúpi z cesty zvyšovania sadzieb (v decembri ich aj zvýšila). Trh sa začal báť recesie, analytici sa v médiách predbiehali v pesimistických predpovediach. Navzdory zlej nálade na akciovom trhu zostali výnosy na amerických dlhopisoch vyššie, pokles nastal až v decembri. Napätie panovalo aj v Európe – o brexite stále nebolo rozhodnuté, talianska vláda rokovala s Európskou komisiou o znížení plánovaného deficitu verejného rozpočtu na rok 2019 a Európska centrálna banka plánovala od 1.1.2020 ukončiť program kvantitatívneho uvoľňovania. Akcie prudko padali, americký S&P 500 skorigoval od októbra do Vianoc o 20%, európsky Stoxx 600 o 15%.

Ale v skutočnosti je veľmi naivné sa domnievať, že centrálna banka nechá krajinu spadnúť do recesie. Boli v minulosti prípady, keď banka začala zvyšovať sadzby príliš skoro (napríklad japonská CB v roku 2000 či ECB v roku 2011). Ale vo všeobecnosti sú centrálny banky až príliš zdržanlivé (nieto ešte teraz po Lehman Brothers) a skôr nechávajú napučať bubliny (FED hypotekárnu bublinu v USA, ECB firemnú úverovú bublinu v Taliansku). Odhad inflácie (a tým zhruba aj HDP) na jeden až jeden a pol roka patrí v rámci odhadov medzi tie jednoduchšie, analytici centrálnych bánk sú fundovaní a koordinovaní s komerčnou bankovou sférou a tak odhady bývajú vcelku spoľahlivé. Bankové rady centrálnych bánk sú veľmi flexibilné, štandardne zasadať aspoň raz za mesiac, ale v prípade povedzme turbulencií môžu zasadať aj okamžite. Preto je predpoklad, že banka dovedie krajinu do recesie, a hlavne v relatívne uzavretej a homogénnej ekonomike akou USA je, veľmi nepravdepodobný. Z tohto pohľadu boli akcie na začiatku roku 2019 nadhodnotené, čo bolo napokon príčinou ich prudkého rastu hneď od začiatku roku.

Stalo sa niečo významne pozitívne v priebehu roka 2019?

Nie. Veľká Británia mala odísť ku koncu marca 2019 a na konci roka bola stále v EÚ – problém nebol vyriešený. Obchodnú vojnu medzi USA a Čínou sa nepodarilo do konca roka uzavrieť dohodou, naopak – ak na začiatku rok sa zdaňovalo 250 mld. USD čínskeho exportu do USA sadzbou 10%, na jeho konci to bol podobný objem, ale sadzba 25%. A čínska ekonomika popri tom ďalej spomaľovala. Globálny výrobný sektor bol na konci roka slabší ako na jeho začiatku, rovnako ako jeho perspektíva – súdiac podľa indikátorov dôvery. V roku 2019 nebola prijatá žiadna významná reforma vo veľkej krajine, ktorá by zlepšila podnikateľské podmienky. A tak vývoj v roku 2019 nebol dôvodom pre takéto posuny akcií.

A teda, sú akcie nadhodnotené teraz?

V zásade to možno posúdiť tromi spôsobmi, pričom nemožno ani jednu metódu použiť osve. Po prvé, sú ceny akcií vysoko voči aktuálnemu fundamentu, voči aktuálnemu stavu ekonomík? Po druhé, sú ceny akcií nadhodnotené voči budúcemu fundamentu? Hrozí spoamalenie/recesia alebo pokračovanie súčasného vývoja alebo zrýchlenie ekonomickej aktivity? Po tretie, ako vysoko sú ceny akcií voči investičným alternatívam?

Pri aktuálnom posudzovaní možno ceny akcií porovnať k ziskom, tržbám, účtovnej hodnote, cash flow a pod. Pri porovnávaní viacerých národných indexov je najužitočnejšie použiť porovnanie k ziskom (price to earnings, P/E), lebo tento parameter je investormi ďaleko najsledovanejší a navyše, ostatné parametre sú skreslené rôznou štruktúrou ekonomík a indexov - napríklad S&P 500 má oproti DAXu nižšiu účtovnú hodnotu na akciu, lebo v S&P 500 je viac IT firiem s vysokými ziskami pri malej účtovnej hodnote.

Aktuálne je P/E pri viacerých významných indexoch veľmi vysoké. Pri S&P 500 vyše 22, čo je cca o 3 body viac ako krátkodobý ročný a strednodobý, povedzme päťročný, priemer. To znamená, že aktuálna hodnota indexu je približne o 20% vyššia ako zodpovedá krátko a strednodobému priemeru alebo, ak to otočíme, zisky by mali byť o 16% vyššie ako dnes sú. Pri DAXe je tento rozdiel ešte významnejší, aktuálna hodnota indexu je až o 40% vyššia ako to zodpovedá dlhodobému pomeru medzi hodnotou indexu a ziskami firiem. Z veľkých indexov je nadhodnotený napríklad aj francúzsky CAC, švajčiarsky SMI, kórejský KOSPI či indický Sensex. Naopak, podhodnotené sú stredoeurópske indexy, ale aj taliansky FTSE MIB, britský FTSE a brazílska Ibovespa.

V rámci národných indexov si špeciálnu pozornosť zaslúži sektor základnej spotreby (v USA Walmart, Coca – Cola, Procter & Gamble), pretože je konzervatívny a firmy „nemajú prečo mať zrazu“ vyššie tržby, a teda aj vyššie P/E. Aktuálne P/E

tohto sektora v americkom indexe S&P 500 je takisto 22 (P/E pri konzervatívnych sektoroch nemusí byť nižšie ako pri celkovom indexe, ide o tzv. rizikovú prémie). Aj tento sektor z pohľadu jeho minulého vývoja považovať za nadhodnotený, ale miera nadhodnotenia je v porovnaní s celkovým indexom S&P 500 asi polovičná. A napríklad, samotná Coca-Cola má P/E takmer 27 a je najdrahšia od roku 2003.

Iný spôsob odhadu „ceny“ indexu je porovnanie jeho aktuálnej hodnoty voči trendu. Treba to brať s nadhľadom, lebo krátkodobý trend je významne ovplyvnený posledným vývojom (a teda porovnanie trendu a posledného vývoja sa prekrýva) a pri dlhšom trende je zase potrebné zakomponovať rôzne faktory, ktoré spôsobujú zmenu trendu (daňová politika, obchodná vojna a pod.). Ak sa pokúsime výstup z tohto merania maximálne zjednodušiť, potom môžeme povedať, že väčšina veľkých akciových indexov, vrátane amerického indexu S&P 500 je aktuálne mierne nad trendom.

Pri porovnaní ceny akcií k minulým ziskom a voči doterajšiemu trendu sú teda akcie nadhodnotené. Aby sa dostali do rovnováhy, je potrebné, aby v budúcnosti rástli zisky firiem (rýchlejšie ako ceny akcií) alebo klesli ceny akcií. A akcie klesajú vtedy, ak trh očakáva pokles ziskov, napríklad v recesii. Čo je teda pravdepodobnejšie? Rast alebo pokles ziskov v budúcnosti?

Problémy v globálnom industriálnom sektore pretrvávajú, ale zdá sa, že celkový vplyv na hlavné ekonomiky je malý. Samotná priemyselná výroba tvorí v USA len približne 10% HDP, zvyšok poľnohospodárstvo, stavebníctvo, výroba a rozvod energií a hlavne, z 80% služby. A týmto sektorom sa darí dobre. Problém priemyslu sa síce odráža v nižšom raste, ale je pomerne izolovaný, zvyšku ekonomiky sa darí dobre. Ekonomická aktivita prebieha „pokojne“, napríklad sa netvorí nadmerné zásoby.

Dôvodom recesie býva naakumulovaná úverová bublina, ktorá fakticky znamená nadmernú súčasnú spotrebu a privysoký súčasný rast na úkor budúcej nižšej spotreby a nižšieho rastu. Jej blížiac sa splasnutie býva signalizované klesajúcim dopytom, cenami a aktivita v tom sektore, ktorý je predmetom bubliny (napríklad v sektore nehnuteľností) a ďalej zvyšovaním úverovej delikvencie, rastúcim počtom zbankrotovaných malých bánk.

Aktuálne ale v USA nebaďať žiadnu bublinu. Aj dlh domácností a aj firiem síce rastie, ale spolu približne takým tempom ako rastie celkový nominálny HDP. A teda, objem úverov v pomere k veľkosti ekonomiky sa nezvyšuje. Aktuálne kvôli daňovým škrtom o niečo rýchlejšie rastie deficit federálneho rozpočtu a federálny dlh, ale nateraz to nie je problém, pomohol pokles výnosov dlhopisov.

Celkovo sa v žiadnom významnom segmente americkej ekonomiky nezvyšuje objem nesplatených úverov. V roku 2019 v USA skrachovalo 5 malých bánk, čo je síce viac ako v roku 2018, ale výrazne menej ako každý rok za posledných 11 rokov. Celkovo teda nie sú známky, že by v budúcnosti malo prísť k výraznému poklesu hospodárskemu rastu v USA.

V Európe je sektor priemyselnej výroby o niečo väčší, preto sa tu spomalenie priemyslu prejavuje vypuklejšie, najmä v Nemecku, ktoré je priemyselným gigantom (to je aj dôvod, prečo je P/E DAXu vysoké). Ostatné segmenty európskej ekonomiky, aj nemeckej, sú v rastovom móde, bez vážnych indikácií. A ani v eurozóne nie je nafúknutá úverová bublina.

Celkovo teraz okrem priemyslu nevidujeme vážne riziká, čo však neznamená, že sa budúcnosti môžu vyskytnúť (to ale dnes zistiť nevieme). Medzi tie oblasti, ktoré vieme sledovať, možno zaradiť brexit či vývoj americko – čínskeho obchodného sporu. Samotný brexit nie je rizikom, lebo podľa britskej právnej úpravy musí byť dohodou. Ale pri tak významnej udalosti nemožno odhadnúť všetky trajektórie vývoja a kvantifikovať ich pravdepodobnosť a dôsledky. Pri americko - čínskom obchodnom spore zase obe strany veľmi podrobne kalkulujú s ťahom druhej strany tak, aby sami urobili len nevyhnutné ústupky. Nejde o aktívne kroky s cieľom predchádzania požiarov, ale o „pasívne hasenie“ tak, aby „moje“ zhorenisko bolo čo najmenšie. Vplyv na ekonomickú aktivitu, na akcie, pretrváva a tým, že je v plnej réžii aktérov, je nejednoznačný. Okrem toho existujú riziká, ktoré sa teraz neprejavili (Taliano?) alebo o ktorých netušíme. A tie, principiálne, z povahy vecí a aj zo skúseností, budú skôr negatívne než pozitívne.

Vo všeobecnosti ale teraz nie je dôvod predpokladať, že globálny hospodársky rast bude

v problémoch, nebudaj v recesii. Budúci fundament je pre akcie priaznivý.

A pokiaľ ide o porovnanie s alternatívami, z hľadiska objemu sú jedinou skutočnou konkurenciou akciového investora len dlhopisy. Objem globálneho akciového trhu je necelých 90 bil. USD, a len objem amerického federálneho dlhu je takmer 20 bil. USD. A ďalší objem predstavuje tamojší trh podnikových dlhopisov, dlh iných štátov, podnikov atď. Napríklad zlato nie je plnohodnotnou alternatívou voči akciám – nielen kvôli objemu (spolu je teraz zlata na svete za 9.5 bil. USD, z toho investičného zlata za 2 bil. USD, čo je cca 2% akciového trhu), ale aj kvôli likvidite.

Aktuálne sú výnosy na dlhopisoch nízko, nielenže sú mnohé pod 2% inflačným cieľom centrálnych bánk a prinášajú tak záporný reálny výnos, a niektoré z nich prinášajú dokonca záporný nominálny výnos. Pre akcie nie sú investičnou alternatívou a v portfóliu plnia len funkciu stabilizácie rizika za cenu znižovania výnosu celého portfólia. Z viacerých dôvodov ani v budúcnosti už nebudú dlhopisové výnosy oveľa vyššie ako dnes a nebudú pre akcie výnosovou konkurenciou. Celkovo, budúce parametre ekonomík, tak sa to dnes javí, indikujú, že výnosy na dlhopisoch budú priemerne trvalo nižšie ako zisky na akciách.

A tak akcie čaká aj naďalej pomerne sľubná budúcnosť. Avšak taký žičlivý vývoj ako bol v minulom roku nie je aktuálne pravdepodobný, pretože teraz nie sú akcie podhodnotené, skôr naopak, sú z určitých „krátkodobých“ uhlov pohľadu nadhodnotené. Aspoň menšia korekcia na zlepšenie nákupnej ceny by bola veľmi žiaduca.

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.