

KOMENTÁR

10. novembra 2023

Do čoho neinvestujeme

Mnohí z nás majú obľúbené aktíva, do ktorých investujú. Pre niekoho je zaujímavá nejaká „trendy“ kryptomena, iný sa spolieha na klasický dlhopis alebo akciu. My v Privatbanke sa orientujeme na dlhodobý výsledok, kde hľadáme najlepší pomer rizika, výnosu a likvidity na trhu. Preto do niektorých aktív jednoducho neinvestujeme alebo ich kupujeme len za veľmi špecifických okolností.

Ak čítate naše komentáre dlhšie, viete, že nie sme prívržencami investovania do kryptomien, čo sme veľmi podrobne vysvetlili v dvoch samostatných komentároch¹. Zjednodušene, kryptomeny nepovažujeme za skutočné aktívum, ale len za šikovný marketingový produkt ich tvorcov. Kryptomeny sú pre nás len „obyčajný softvér“, ktorý nemá úžitkovú hodnotu pre používateľov, ale slúži ako prostriedok transferu hodnôt bez zjavného fundamentálneho dôvodu. Kryptomeny nemajú vnútornú pridanú hodnotu danú produktivitou práce tak ako ostatné aktíva – dlhopisy, akcie, meny a vo veľkej miere aj komodity.

Nie sú dokonca ani len tou obyčajnou pyramídovou hrou, lebo princípom pyramídovej hry je vyplácanie vopred dohodnutých výnosov z príspevkov ďalších investorov, až kým už ďalších investorov niet a kým sa systém nezrúti. Pri kryptomenách žiadna garancia výnosu neexistuje a návratnosť investície závisí len od toho, či sa nájde ďalší a ďalší investor tak, aby dopyt prevyšoval ponuku, cena sa zvyšovala a skorší investor mohol odpredať svoju kryptomenu za vyššiu cenu. Je to teda len špekulácia a úplný nezmysel.

Dlhodobý investor neinvestuje ani do mien. Hlavne kvôli tomu, že meny vyjadrujú len výkonnostný rozdiel medzi dvomi krajinami (menovými oblasťami) a neodrážajú samotný výkon týchto krajín. Najlepšie na príklade: ak ekonomika A rastie o 2 % a ekonomika B o 3 %, pri ostatných porovnateľných podmienkach rastie mena krajiny B voči mene A o 1 %. Načo by som

investoval do meny B za 1 %, keď môžem napríklad investovať do akcií krajiny A, ktoré mi prinesú 2 %, alebo akcií krajiny B, ktoré mi prinesú až 3 %? Poznávame, že ide o veľmi zjednodušený model len na základné uchopenie.

Okrem toho meny zachytávajú viaceré aj skryté nerovnováhy v jednej a druhej ekonomike menového páru a množstvo iných faktorov. Napríklad niektoré meny v dobrej krajine oslabujú aj v dobrých časoch, lebo investori odchádzajú do rizikovejších krajín. A napríklad niektoré meny, ktoré spolu ani geograficky, ani vecne nemajú nič spoločné, pozitívne korelujú – jednoducho preto, lebo majú rovnakých investorov.

Celkovo sú meny volatilné, nemajú dlhodobú jasnú trajektóriu a navyše, keďže sú kanálom menovej politiky, sú výrazne ovplyvnené centrálnou bankou. Meny sú vhodné na krátkodobé obchodovanie na základe obchodných signálov, ale z dlhodobého hľadiska je pomer rizika a výnosu zlý.

Vo všeobecnosti ani komodity nie sú práve investičným terčom. Zahŕňajú predovšetkým tovarovú, materiálovú stránku ekonomiky a len čiastočne reflektujú rastúci podiel služieb v ekonomikách. Celkové komoditné indexy napríklad pozitívne korelujú s americkým sektorovým indexom S&P 500 Materials, ktorý tvorí tridsiatka amerických ťažobných a spracovateľských spoločností. Majú podobnú vysokú volatilitu a vzhľadom na to slabý výnos. Ruku na srdce - ak by ste mali posledné peniaze, kúpili by ste si jeden z 11 sektorov amerického národného indexu, navyše ak je volatilnejší a menej výnosný ako hlavný index?

Komodity má zmysel kupovať v špecifických situáciách. Napríklad pri prudkých poklesoch ich cien najlepšie pod ich výrobné (ťažobné náklady) pri panike na trhu. Možno si pamätáme situáciu, keď sa v apríli 2020 ropa v jednom momente obchodovala za mínus

40 USD za barel. Lebo pre pandémiu koronavírusu prudko klesol dopyt po rope, ale jej dodávky stále pokračovali podľa zmluvných podmienok a odberatelia ju museli odoberať pod hrozbou pokút za každú cenu. Zásobníky ropy sa rýchlo plnili a nebolo ju kde uskladniť. Ale keďže vieme, že dlhodobo nie je cena mínus 40 USD za barel normálna rovnovážna cena, vtedy malo význam túto komoditu nakúpiť. Podobné cenové výkyvy možno teda využiť na nákup.

Ostávajú nám len akcie a dlhopisy. O nič však neprichádzame, lebo oba trhy sú obrovské a likvidné. A aj tu je „roboty ako na kostole“ – aj tu je potrebné veľmi starostlivo zvážiť čo nakupovať a kedy nakupovať.

Celkový objem dlhopisov na svete je ťažké zistiť, lebo dlhopisy nemajú inštitucionalizované miesta na predaj tak ako akcie – burzy –, ktoré zbierajú údaje. Nemôžeme ísť na to ani cez dlhy verejného sektora, podnikov a bánk, lebo tu všade sa dlh okrem dlhopisov skladá aj z bankových úverov či iných foriem financovania.

Ale podľa odhadu Svetového ekonomického fóra je veľkosť globálneho dlhopisového trhu v roku 2023 na úrovni 133 bil. USD. Najväčším trhom sú USA s 51 bil. USD (39 %), nasledujú Čína s 21 bil. (16 %), Japonsko (11 bil., 8 %), Francúzsko (4,4 bil., 3 %) a Veľká Británia (4 bil. USD, 3 %). V prvej desiatke sa nachádzajú ešte Kanada, Nemecko, Taliansko, Kajmanie ostrovy a Brazília. Asi dve tretiny svetových dlhopisov tvoria verejné (štátne, municipálne) dlhopisy a tretinu korporátne. Ale, samozrejme, je to z krajiny na krajinu iné, napríklad v USA je približne polovica verejných dlhopisov a polovica korporátnych.

Štátne dlhopisy majú zvyčajne nižšie riziko, ale aj nižší výnos ako korporátne dlhopisy z tej istej krajiny, čo je úplne prirodzené. Tak ako pri všetkých investíciách zvažujeme množstvo faktorov, pri štátnych dlhopisoch s dobrým ratingom hlavne aktuálne a budúce nastavenie úrokových sadzieb – chceme ich zníženia v budúcnosti, aby sa náš dlhopis zhodnotil aj na cene, nielen prinášal slušné ročné vyplácané výnosy.

Pri ostatných dlhopisoch a hlavne pri korporátnych dlhopisoch s horším ratingom sledujeme, či je riziková prirážka dostatočne vysoká, aby vydržala nepríjemné

prekvapenia v budúcnosti. Veď napokon, keď očakávame zníženie úrokových sadzieb, tak očakávame recesiu, zhoršenie podnikania, nárast firemných bankrotov, a teda rast rizika.

Všetky tieto pravdepodobnosti musíme zvážiť, ale aj pri dlhopisoch musíme byť odvážni. Každý jeden emitent môže zbankrotovať, aj ten s najvyšším ratingom AAA. Len pravdepodobnosť krachu je tu malá.

Pre zaujímavosť, od všetkých troch najvýznamnejších ratingových agentúr Moody's, Standard & Poor's a Fitch majú najvyšší rating len Austrália, Dánsko, Nemecko, Holandsko, Švajčiarsko, Švédsko, Nórsko, Singapur a Luxembursko. Aspoň jeden najvyšší rating od tejto trojice agentúr majú aj Kanada, Nový Zéland, USA a Lichtenštajnsko. Spomedzi firiem nemá ani jedna najvyšší rating od všetkých troch ratingoviek. Ale aspoň od jednej z nich majú najvyšší AAA rating len americké firmy Apple, Microsoft a farmaceutická spoločnosť Johnson & Johnson. Systémovo najdôležitejšia banka sveta americká J. P. Morgan má paradoxne rating len v strede investičného pásma.

Veľkosť globálneho akciového trhu podľa trhovej kapitalizácie je okolo 100 biliónov USD, pričom je, samozrejme, volatilnejší než dlhopisový, napríklad v roku 2021 bol aj na 120 bil. a minulý rok klesol na 90 bil. USD. Najväčší je trh akcií v USA, dosahuje 45 bil. USD (a rovnako percent). Druhá Čína 9 %, tretie Japonsko 5,5 %, Hongkong 4,6 %, India 3,6 % a nasleduje najväčší akciový trh v Európe – francúzsky s podielom 2,9 %. Na ďalších miestach sú Saudská Arábia, Veľká Británia, Nemecko, Taiwan a Južná Kórea. Prvé tri krajiny – USA, Čína (spolu s Hongkongom) a Japonsko – držia takmer dve tretiny svetových akcií.

Mať americký akciový trh v portfóliu je nevyhnutné. Je najväčší a najlepšie firmy tu prechádzajú najväčším sitom. Ekonomika je kapitalistická s relatívne malým množstvom netrhových zásahov a relatívne malým verejným sektorom, zároveň má silné a efektívne inštitúcie, energetickú sebestačnosť a dobrú demografiu zlepšenú o kvalifikované prísťahovalectvo.

Ak si máme vybrať medzi americkými štátnymi dlhopismi a americkými akciami, za normálnych okolností si vyberieme akcie, lebo pri v podstate rovnakom riziku (štát je taký silný, aké silné sú firmy, ktoré zamestnávajú ľudí a platia dane) ponúkajú vyšší dlhodobý výnos. Samozrejme, sú určité situácie, napríklad teraz, keď úrokové sadzby sú nad dlhodobou primeranou úrovňou a zároveň akcie nie sú lacné, vtedy je vhodné doplniť portfólio aj o dlhopisy.

Iné akcie kupujeme len opatrne, lebo všade sú kumulatívne riziká vyššie ako na akciovom trhu v USA. Európa je štrukturálne slabšia, energeticky zraniteľnejšia, s horšou demografiou. Ázia je dlhodobo vcelku zaujímavá okrem Číny, ktorú nepovažujeme za vhodnú na investovanie. V našom hľadáči nie sú ani iné emerging markets, rozvinuté trhy ponúkajú dlhodobo lepší pomer rizika a výnosu.

Čo sa týka typu nástrojov, vo všeobecnosti sa snažíme používať jednoduché nástroje, nie komplikované finančné deriváty. Lebo tie síce môžu znížiť riziko, ale zároveň znížia aj výnos. Alebo zvyšujú výnos a zároveň zvýšia aj riziko. A klient zvyčajne zaplatí priamy alebo skrytý poplatok. Samozrejme, aj tu sú výnimky. Napríklad už spomínaná ropa sa nedá kupovať bez derivátov alebo povedzme celkom vhodné sú aj bonusové certifikáty, ktoré sú síce komplikované,

ale významne znižujú riziko pri zachovaní dostatočného výnosu.

A teda, zameriavame sa na akcie a dlhopisy. Kryptomeny vylučujeme, pri menách sa zaujímate len o ich vplyv na akcie a dlhopisy a pri komoditách hľadáme extrémne cenové výkyvy. Deriváty pri dlhodobom investovaní používame opatrne.

Ten kto považuje akcie a dlhopisy za príliš nudné a hľadá zázračné zbohatnutie v alternatívach, sa z dlhodobého hľadiska zvyčajne popáli. Rozumne nastavené dlhodobé portfólio sa musí oprieť o vzorce spoločenského správania, produktivitu práce, silu inštitúcií, komoditné podmienky atď. a teda o jasné, stabilné a predvídateľné fundamenty. V opačnom prípade investor môže krátkodobo uspieť, ale dlhodobo voči svojmu potenciálu stráca.

Celkovo na finančnom trhu, tak ako aj v iných aspektoch ľudského života, platí, že „v jednoduchosti je krása“. Len vtedy vieme dosiahnuť najlepší pomer rizika, likvidity a výnosu. A o to pri dlhodobom investovaní ide.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹ *Téma sme sa podrobne venovali v komentároch Bubblecoin z 15. decembra 2017 a Niečo o bitcoine z 23. apríla 2021, pozri www.privatbanka.sk sekciu Naše analýzy a časť Komentáre.*

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 systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.