

EDITORIÁL

Do Európy prichádza ekonomické oteplenie

Prvé týždne roka 2014 priniesli viacero dobrých správ. Prognózy opatrne hovoria o návrate ekonomického rastu. Eurozóna ako celok porastie o 1,1%. Dobré by si mali viesť najmä Nemecko s rastom 1,7% a potom malé krajiny ako Slovensko (+2,2%), Estónsko (+3,0%) a Lotyšsko (+4,0%). Dôležité však je, že rast by sa mal dostaviť aj na juh Európy. I keď len mierny, niekde medzi 0,5-0,8%.



Misie expertov z Medzinárodného menového fondu, Európskej centrálnej banky a Európskej komisie naordinovali južným členom Európskej únie mix opatrení pozostávajúci z rozpočtových škrtov, privatizácie štátnych podnikov, reformy plátov a dôchodkov v štátnej správe a liberalizácie podnikania. Zdá sa, že opatrenia začali zaberat'. Svedectvo o tom vydáva aj pohľad na bilancie zahraničného obchodu. V globalizovanom svete je dôležitá schopnosť krajiny súťažiť na medzinárodných trhoch. Ak krajina viac dovezie ako vyvezie, potom sa voči zahraničiu zadlžuje. Ak vývoz prevýši dovoz, potom krajina obnovuje svoju konkurenčnú schopnosť.

Ako sa darilo v zahraničnom obchode hriešnikom na juhu Európy? Grécko malo v roku 2011 závrtný obchodný deficit 20,7 mld. eur. Krajina omnoho viac spotrebovala, ako vyviezla. V roku 2012 tento deficit klesol na 4,6 mld. eur a za rok 2013 sa očakáva kladný výsledok 2 mld. eur. Španielsko znížilo deficit obchodnej bilancie z 39,8 mld. eur v roku 2011 na 4,7 mld. eur v roku 2012 a v roku 2013 očakáva prebytok 3 mld. eur. Podobne je na tom aj Taliansko. Horké medicíny šetrenia, reforiem na trhu práce a liberalizácie podnikania začínajú zaberat'.

Finančná panika skončila a svetové finančné trhy začali hodnotiť vývoj na juhu Európy triezvejšie. Prejavilo sa to v klesajúcich nákladoch na financovanie dlhu. Napríklad Portugalsko si ešte v roku 2011 muselo požičiavať za 18% úrok. Začiatkom tohto roka umiestnili emisiu 10-ročných dlhopisov za úrok 4,7%. Ešte lepšie si viedlo Španielsko, ktoré si dokázalo požičať na 15 rokov len za 4,2%. Pre juh Európy sú klesajúce úroky dobrou správou. Problémové krajiny budú musieť na oživenie svojich ekonomík prijať rozvojové programy zamerané na podporu tvorby pracovných miest pre mladých a pre rozbeh nových exportne orientovaných odvetví. Nízke úroky na finančných trhoch a možno aj odpustenie časti dlhu môžu juhu Európy pomôcť naštartovať ekonomiku.

Ing. Vladimír Baláž, PhD., DrSc.
balaz@sevis.sk

HEADLINES

Čo stojí za dosiahnutým úspechom

Pri investíciách na kapitálovom trhu sme sa v minulom roku sústredili hlavne na manažovanie otvorených pozícií. V menšej miere sme dokupovali akcie po poklese s vyhládkou na ich ďalší rast. Začali sme viac predávať časti držaných akcií, resp. dokonca celé pozície po dosiahnutí cieľovej úrovne zisku. (viac na str. 2)

Popretie pohľadávky v konkurze

Aj vy máte niekedy pocit, že byť na Slovensku dlžníkom je pohodlnejšie ako byť veriteľom? Nestačí, že veritelia majú vo všeobecnosti problém dostať sa k svojim peniazom zdĺhavou súdnou cestou a exekúciami, naša legislatíva im hádže poľanú pod nohy aj v konkurznom konaní. (viac na str. 3)

O NÁS

Na veľkosti záleží...



Začiatkom roka býva dobrým zvykom rozoberať plán činnosti pre nové obdobie a hodnotiť dosiahnuté výsledky za predchádzajúce obdobie. V tomto prípade to opäť robím s radosťou, pretože minulý rok sme hospodárili veľmi dobre, a to so ziskom vo výške 480 tis. €. Spokojnosť s plnením plánu nespočívala iba v zisku, ale aj v dosiahnutí ďalších sledovaných ukazovateľov. Bilančná hodnota aktív narástla o 19,5 %, čo znamená, že celkový objem majetku, ktorý spravuje skupina SEVIS, stúpol k 1.1.2014 na 19,8 mil. €. Počas roka 2013 sme získali prostredníctvom SEVIS dlhopisov a pôžičiek nové finančné prostriedky vo výške 2,7 mil. € a klientom sme poskytli na krátkodobé preklenutie nedostatku likvidity pôžičky v objeme 7,4 mil. €.

Úplne najzaujímavejší výsledok však dosiahol tím portfólio manažmentu. Podarilo sa im v priebehu roka 2013 zhodnotiť zverených finančných prostriedkov prostredníctvom investičných nástrojov na kapitálových trhoch o 53%. Od roku 2006, od kedy aktívne spravujeme portfólio investičných nástrojov, sme tak dosiahli priemerne ročné zhodnotenie vo výške 12,2% ročne. A to je aj plánovaná úroveň, ktorú si tento tím stanovil v začiatkoch, keď si trúfal dosiahnuť priemerné zhodnotenie 12% ročne.

V minulom roku sme oslávili jubilejný dvadsiaty rok existencie SEVISu na trhu. Ako poďakovanie za doterajšiu spoluprácu sme niektorým klientom a partnerom venovali zaujímavý darček. Zvlášťne na ňom bolo, že išlo o detskú stoličku, ktorá však bezpečne unesie aj dospelého človeka. Jej rozmer a pevnosť mal charakterizovať skupinu SEVIS - „Malá a stabilná“. Pri tvorbe tohto sloganu, ktorý mal vyjadriť spojitost SEVISU a darčeka, som vtedy našiel odpoveď, ktorú hľadám s mojimi spoločníkmi už niekoľko rokov. „Aký má byť SEVIS a aký chceme, aby v budúcnosti bol? Pri akej veľkosti udržíme nastavenú kvalitu a schopnosť spoločnosti mať udalosti pod neustálou kontrolou?“

Má byť SEVIS najznámejšia, či najrýchlejšie rastúca firma, jednotka na trhu podľa tržieb alebo najatraktívnejšia spoločnosť,? Aj taký môže SEVIS byť. Ale tieto výzvy ma nenapĺňajú a radšej ich ponechám marketingovým agentúram a stratégom.

Rozhodli sme sa vytvoriť spoľahlivé a uznávané miesto, kde je spojená potreba zhodnocovať zdroje s potrebou financovať projekty. Spoločnosť takej veľkosti, že klienti vždy nájdu osobitý prístup „SEVISÁKA“. Kde klienti nebudú len súčasťou rozsiahleho zoznamu účtov s číselným označením.

Radšej menšie miesto, kde spokojní zamestnanci dokážu obslužiť klientov s pozornosťou, na ktorú sme dlhodobo vzájomne nastavení. Kde si medzi klientmi nájdeme dobrých priateľov a spoľahlivo sa postaráme o zverené aktíva. Miesto, kam samotní zamestnanci s dôverou vkladajú vlastné voľné finančné zdroje na zhodnotenie. A v neposlednom rade spoločnosť takú veľkú, aby mne ako majiteľovi neprerástla cez hlavu, jednoducho firmu o veľkosti, kedy budem môcť spokojne spať a táto hra ma bude baviť.

Na slovenskom finančnom trhu sa môže javiť, že spoločnosť ako SEVIS je prebytok a tým pádom sa ťažko hľadá priestor, v ktorom sa dá pohybovať. Z časti je to pravda. Vždy sa však dá nájsť vlastná cesta. Zvolili sme si cestu, že budeme otvorene hovoriť o výsledkoch, dobrých aj zlých, o tom ako uvažujú majitelia, aby ste vedeli s kým máte dočinenia, ako aj to kam smerujeme svoje aktivity a čo chceme dosiahnuť. Viem, že vás to zaujíma, a preto verím, že na veľkosti partnera záleží.

Pavol Prekop
prekop@sevis.sk

Trpezlivosť ruže prináša

Aj takto by sa dali zhodnotiť výsledky spoločnosti SEVIS, a.s. a celej podnikateľskej skupiny SEVIS za rok 2013. Nie je to však také jednoduché. Okrem trpezlivosti je k dosahovaniu pozitívnych výsledkov potrebné aj vedieť vyhodnotiť riziká, vedieť sa prispôbiť zmenám, vedieť zvládať aj dočasné straty a pod..

Produktom spoločnosti SEVIS, a.s. je zhodnotená investícia. Naši konzultanti sa občas stretnú s klientmi, ktorí si pred rozhodnutím o vložení finančných prostriedkov napr. do SEVIS dlhopisov vyžadujú našu súvahu a výsledovku. Hľadajú v nich zvyčajne tržby za výrobky a služby a hmotný majetok. Takéto položky však vo výkazoch spoločnosti SEVIS, a.s. nenájdu.

V súvahe nájdú:

- dlhodobý finančný majetok - to sú najmä projektové spoločnosti vo vlastníctve SEVIS, a.s.,
- dlhodobé alebo krátkodobé pohľadávky - t.j. predovšetkým poskytnuté pôžičky a

- cenné papiere - t.j. akcie a dlhopisy.

Vo výkaze ziskov a strát nájdú záporný výsledok z prevádzkovej činnosti a kladný výsledok z finančnej činnosti - za ním sa skrývajú úrokové výnosy, tržby z predaja cenných papierov atď. Hmotný majetok a tržby v bežnom ponímaní sa nachádzajú v spoločnostiach vlastných SEVISom.

Zásady, ktoré pri investovaní dodržiavame, sú angažovanosť maximálne 15% bilančnej sumy v jednom projekte a krytie krátkodobých pasív krátkodobými aktívami. Na dlhodobé projekty môžu byť využívané len dlhodobé zdroje.

Samozrejme nie všetkým investíciám sa každý rok darí. Ten minulý rok bol mimoriadne úspešný pre investovanie do akcií obchodovaných na zahraničných trhoch (o tom viac v článku nižšie). Práve tento segment našich investícií je dôkazom, že trpezlivosť ruže prináša a treba vedieť zvládať aj dočasné straty a nezbavovať sa investícií v čase ich najnižšej ceny.

Už tradične istým zdrojom príjmov boli úroky z poskytnutých pôžičiek a úroky z nakúpených dlhopisov. Na zaujímavé výnosy z dlhodobých projektov si ešte budeme musieť počkať, ale určite prídu.



Ing. Danica Michalková
michalková@sevis.sk

INVESTOVANIE

Čo stojí za dosiahnutým úspechom



Pri investíciách na kapitálovom trhu sme sa v minulom roku sústredili na manažovanie otvorených pozícií. V menšej miere sme dokupovali akcie po poklese s vyhlídkou na ich ďalší rast. Začali sme viac predávať časti držaných akcií, resp. dokonca celé pozície po dosiahnutí cieľovej úrovne zisku. Tiež sme uskutočňovali vhodný corporate action - t.j. uplatnenie práva na výplatu dividendy, upísanie nových, či predaj držaných akcií v súlade s rozhodnutiami hlavných akcionárov.

Najväčší vplyv na trhy sme zaznamenali v júni 2013, kedy sa prvýkrát objavil strach

z ťahovania menovej politiky USA, ktorý sa zopakoval v auguste. Tieto obavy sa však naplnili, a tak dosiahli globálne akciové trhy v priebehu roka viackrát rekordné maximá. Za ich dosiahnutie sa môžeme teda vo väčšej miere poďakovať rozhodnutiam centrálnych bankárov ako náznakom zlepšenia rastu ekonomík jednotlivých krajín, ktoré iba paradoxne živili neistotu pochádzajúcu z ďalších reštrikčných zásahov. Následný rast trhov bol prerušený iba hroziacou vojnou v Sýrii ako aj politickými nezhodami USA o rozpočte na rok 2014, ktorý dokonca viedol k odstávke vlády. V polovici októbra bola kríza zažehnaná na provizórne obdobie do januára a čuduj sa svete, politici sa následne dohodli na novom rozpočte, a to nie až na poslednú chvíľu. Pretože máme v tomto roku voľby do amerického parlamentu, bol aj kontroverzný dlhový strop nedávno suspendovaný až do marca 2015. Poslednou významnou udalosťou roka bolo rozhodnutie FEDu obmedziť od januára výkup dlhopisov o 10 mld. \$. Táto udalosť, ktorej sa trh po celý rok obával, nakoniec paradoxne priniesla upokojenie a na Silvestra dosiahol index Dow Jones nové historické maximum.

SEVIS v roku 2013

Riadením portfólia investičných nástrojov sme dosiahli v roku 2013 priemerné zhodnotenie 60,37%*. Väčšiu vypovedaciu schopnosť poskytuje vážený aritmetický priemer, ktorý dosiahol hodnotu 53,02%, pričom ako váha bola použitá hodnota portfólia ku koncu roka. Zodpovedajúci benchmark vytvorený z výkonnosti podielových fondov Slovenskej asociácie správcovských spoločností a na zá-

klade priemerného zloženia portfólií klientov dosiahol priemernú hodnotu 8,37%. Priebeh vývoja zhodnotenia portfólií a ich benchmarkov počas minulého roka je graficky znázornený v členení na fyzické osoby (tmavomodrá čiara) a právnické osoby (tyrkysová čiara).

Zatiaľ čo sme v roku 2012 dosiahli len polovicu benchmarku, v minulom roku sa nám ho podarilo prekonať hneď viac ako 6-násobne. Naše akcie pokračovali v prudkom raste z konca roka 2012 prakticky po celý rok 2013, ktorý bol prerušený v apríli poklesom ceny plynu a ropy a v mesiacoch jún, august a december strachom z obmedzenia výkupu dlhopisov FEDom. Najväčšie zhodnotenie priniesli niektoré vybrané britské, dánske a európske akcie, ktoré boli v minulosti značne podhodnotené a až v minulom roku začali prinášať želaný výnos. Zhodnotenie amerických akcií trochu trpelo vďaka pokračujúcemu posilňovaniu sa eura.

Dlhopisový benchmark nás už viac neporažal, pretože sme korporátne dlhopisy vylúčili zo správy už koncom januára 2013 hlavne z dôvodu ušetrenia vysokého poplatku za vedenie

držiteľského účtu. Investičná spoločnosť SEVIS, a.s. tak profitovala z hrubého úrokového výnosu dlhopisov 6,41% p.a. ako aj z vlastných investícií do akciových titulov so zhodnotením 33,34%.

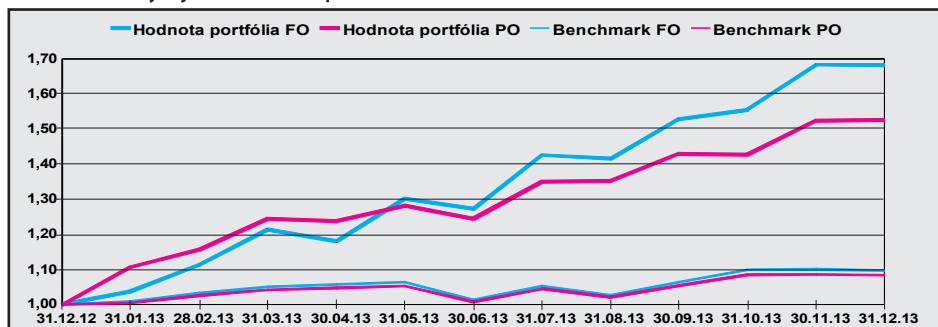
Čo bude v roku 2014

Koncom januára zanechal Ben Bernanke finančnému trhu rozlúčkový darček v podobe obmedzenia výkupu dlhopisov o ďalších 10 mld. \$. Keďže sa zníženie skôr očakávalo v marci, spustilo to paniku výpredaja mien a aktív na rozvíjajúcich sa trhoch, vyspelé akciové trhy boli následne tiež v menšej miere zasiahnuté. Upokojenie priniesla nová predsedníčka FEDu Janet Yellenová, ktorá vo svojom prejave pred kongresom naznačila pokračovanie v nastolenom smere menovej politiky aj na budúce roky a tým nepriniesla nové prekvapenia. Tak sa splnili očakávania trhu, že na každom ďalšom zasadnutí FED asi škrtne po 10 mld. \$, čo by malo znamenať ukončenie QE3 na konci roka.

Predpokladáme, že to prinesie pokles cien dlhopisov ako aj ďalšiu nervozitu na akciových trhoch pravdepodobne pred každým zasadnutím. Dobrou správou pre trhy je ponechanie úrokových sadzieb FEDu blízko nuly dlhší čas ako sa predpokladalo po dosiahnutí cieľovej miery nezamestnanosti vo výške 6,5%.

Ing. Dávid Lapin
lapin@sevis.sk

Graf - Priebeh vývoja zhodnotenia portfólií a ich benchmarkov za rok 2013



* Toto je marketingové oznámenie spoločnosti SEVISBROKERS FINANCE o.c.p., a.s., Kuzmányho 8, 010 01 Žilina. Prezentované priemerné zhodnotenie služby Aktívne riadenie portfólia sa týka minulosti; referenčným obdobím je kalendárny rok 2013. Výkonnosť v minulosti nie je spoľahlivým ukazovateľom pre budúcnosť. Minulé priemerné zhodnotenia služby Aktívne riadenie portfólia za posledných 5 rokov boli -18,83% (2008), 18,89% (2009), 5,79% (2010), -1,42% (2011) a 5,79% (2012). Údaje o zhodnotení sú v hrubom vyjadrení a nezohľadňujú dane, ale poplatky a odplaty zo zisku áno.

Zmeny v zdaňovaní výnosov z dlhopisov



Zdaňovanie výnosov z dlhopisov je zrejme nekonečná téma. V minulom roku som sa jej venovala takmer v každom čísle. V decembrovom vydaní som písala o navrhovanej podobe zmien v zdaňovaní výnosov z dlhopisov.

Pozitívny výsledok pre všetkých majiteľov (fyzické osoby, nie podnikateľov) slovenských korporátnych dlhopisov je, že od 1.1.2014 sú úrokové výnosy zo slovenských podnikových dlhopisov (aj bankami vydaných hypotekárnych záložných listov) znovu zdaňované zrážkovou daňou a teda nevstupujú do daňového priznania.

Ako to bolo so zdaňovaním výnosov z dlhopisov v roku 2013, a ktoré príjmy je potrebné uviesť v daňovom priznaní:

1. Ak vám bol vyplatený úrokový výnos z podnikových dlhopisov alebo hypotekárnych záložných listov od 1.1.2013 do 30.6.2013, tak bol zdanený zrážkovou daňou a do daňového priznania teda nevstupuje.

2. Ak ste dostali vyplatený úrokový výnos zo štátnych dlhopisov a pokladničných pouká-

žok od 1.1.2013 do 30.6.2013, tak ho uvádzate v daňovom priznaní typu „B“ v samostatnom riadku - „oddiel VII., tabuľka 2, riadok 8, - prehľad príjmov a výdavkov podľa §7 zákona“.

3. Ak ste obdržali úrokový výnos z dlhopisov v čase od 1.7.2013 do 31.12.2013, tak tento príjem vstupuje do daňového priznania. Daňové priznanie typu „B“ má pre takýto príjem vytvorený ďalší osobitný riadok - „oddiel VII., tabuľka 2, riadok 9, - prehľad príjmov a výdavkov podľa §7 zákona“.

Príjem z úrokov z dlhopisov vyplatený od 1.7.2013 do 31.12.2013 nie je príjmom, z ktorého sa platí odvod do zdravotnej poisťovne. Toto je „bonus“ novely zákona o dani z príjmov z konca roku 2013, nakoľko v rámci novely zákona o dani z príjmov bol novelizovaný aj zákon o zdravotnom poistení.

Ing. Danica Michalková
michalkova@sevis.sk

O NÁS

2. SEVIS klub

Týždeň pred Vianocami, presne 12.12.2013, sa uskutočnilo avizované 2. stretnutie členov SEVIS Klubu. Zúčastnilo sa ho 30 našich top klientov a partnerov, ktorí si mali možnosť vypočuť prednášku nášho kolegu a výskumného pracovníka SAV SR Vladimíra Baláža na tému: „Čo prinesú súkromné dôchodky, resp. Ako sa zabezpečiť pred rizikom dlhovekosti“. Druhým hosťom na klube bol prezident Slovenského futbalového zväzu a majiteľ produkčného domu FORZA - Ján Kováčik, ktorý hovoril na tému: „Hrá sa futbal iba na ihrisku?“ Obe témy vyvolali medzi zúčastnenými živú diskusiu, čo bolo dôkazom toho, že išlo o správny výber tématicky.

Účastníci klubu vyjadrili spokojnosť s úrovňou uvedeného podujatia a súčasne prejavili záujem zúčastniť sa ďalšieho klubu, čo nás veľmi potešilo. Sme radi, že sa organizovanie SEVIS Klubu stretlo s takým pozitívnym ohlasom a veríme, že rovnaký úspech bude mať aj ďalšie stretnutie, ktoré sa bude konať 13.03.2014 opäť u nás v Žiline.

Hosťom na v poradí už 3. klube bude spoluzakladateľ a generálny riaditeľ spoločnosti ZTS VVÚ Košice a.s., Jaromír Jezný, ktorý sa môže pochváliť tým, že výrobky jeho spoločnosti slúžia vo viacerých výrobných a výskumných spo-

ločnostiach a ústavoch po celom svete, medzi inými napríklad aj v CERN-e vo Švajčiarsku. Nielen o tomto úspechu, ale aj o servisnej robotike z produkcie ZTS VVÚ Košice ako takej bude pojednávať jeho prezentácia.

Na uvedenú problematiku vedy a výskumu na Slovensku nadviaže aj náš stály hosť, Vladimír Baláž, ktorý bude hovoriť na tému: „Čím budeme konkurovať - sú naše univerzity len továrne na diplomy?“ Veríme, že vás témy zaujmú. Tešíme sa na stretnutie.

Ing. Lenka Hrušková
hruškova@sevis.sk



Popretie pohľadávky v konkurze môže zatlačiť veriteľa do kúta

Aj vy máte niekedy pocit, že byť na Slovensku dlžníkom je pohodlnejšie ako byť veriteľom? Nestačí, že veritelia majú vo všeobecnosti problém dostať sa k svojim peniazom zdĺhavou súdnou cestou a exekúciami, naša legislatíva im hádže poľenú pod nohy aj v konkurznom konaní.

Predstavme si, že vykonáte pre klienta službu, vystavíte mu faktúru na 1.000,- eur, zaplatíte DPH a čakáte na úhradu. Váš klient medzičasom skončí v konkurze. Vám nezostáva nič iné ako prihlásiť svoju pohľadávku do konkurzu, hoci viete, že výnosnosť konkurzných konaní v SR je mizerná. Ale aspoň si výšku menovitej hodnoty pohľadávky zahrniete do nákladov a znížite o ňu základ dane. Čo ale v prípade, ak šikovný správca vašu pohľadávku poprie? Máte dve možnosti, z ktorých jedna je horšia ako druhá.

Ak do 30 dní odo dňa doručenia oznámenia o popretí vašej pohľadávky podáte žalobu o určenie popretej pohľadávky, musíte rátať s povinnosťou zaplatiť preddavok na trovy konania, v súčasnosti približne 305,- eur. Ak ho nezaplatíte, súd o vašej žalobe konať nebude a pohľadávka sa bude správať ako neprihlásená do konkurzu. V takom prípade budete musieť o pohľadávku zvýšiť výnosy (základ dane).

Ak preddavok na trovy konania zaplatíte, súd o vašom návrhu síce bude konať, ale ani v prípade vášho úspechu ho od správcu nedostanete zaplatený. Nejde totiž o pohľadávku proti konkurznej podstate. Je vysoko pravdepodobné, že utrpíte Pyrrhovo víťazstvo, pretože váš výťažok z konkurzu môže byť podstatne nižší ako tých 305,- eur. Pozitívom je, že pohľadávku si môžete zahrnúť do nákladov.

V prípade neúspechu žaloby musíte o pohľadávku zvýšiť výnosy (základ dane) a budete povinní platiť ešte i trovy žalovaného (dlžníka v konkurze). Ak žalobu o určenie popretej pohľadávky nepodáte, nemôžete si ju už zahrnúť do nákladov a musíte o ňu zvýšiť výnosy (základ dane).

Pýtate sa, prečo by správca popieral vašu pohľadávku, keď je oprávnená? Ak pohľadávku poprel správca, žaloba sa podáva proti tomuto správcovi. A správca nie je povinný platiť preddavok na trovy konania vo výške 305,- eur. Preto môže zneužívať prípady, kedy veritelia malých pohľadávok nemajú zdroje na zaplatenie preddavku. Štátu to je jedno, ten svoje dostal a víťazom je jednoznačne váš dlžník. Tento stav poškodzuje najmä malých veriteľov, ktorých pohľadávky sú nízke a neoplatí sa im investovať do nich ďalšie prostriedky.

Mgr. Danica Kozáková
kozakova@sevis.sk

Sú akcie dobrým tipom?



Bežne sa dozvedáme, že kto chce veľa zarobiť, musí investovať do akcií. Tie zarábajú omnoho viac ako dlhopisy, nevraviac už o bankových vkladoch. Historické dáta podporujú tieto tvrdenia. Čerstvý nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu Robert Shiller zozbieral dáta o vývoji amerického akciového trhu od roku 1871. Za posledných 142 rokov akcie (vrátane vyplatených dividend) zarábali v priemere 6,5% ročne, v reálnych cenách (po odpočítaní inflácie). Dlhodobý priemer pritom zohľadňuje aj dve svetové vojny a dva tucty hospodárskych kríz, keď sa akciám moc nedarilo.

Kolko zarábajú akcie a prečo?

Čím je daný vysoký výnos z akcií? Výnosy z akcií odrážajú rozvoj spoločnosti a ekonomiky a tiež rôzne mánie a psychologické vplyvy. Vysoký výnos je premiou za vysoké riziko. Fakt o vysokých výnosoch z akcií za posledných 143 rokov však nehovorí nič o obdobiach, keď investori boli v strate aj 20 rokov. Je možné, že sa v takom období práve nachádzame? Áno, je to možné, lebo investičná bublina z rokov 1990-2000 ešte stále trvá (Graf 1).



Zmeny v dôchodkovom sporení...

Ešte za vlády Ronalda Reagana bolo investovanie do akcií doménou bohatých a vzdelaných bielych mužov. V roku 1980 vlastnili akcie (či už priamo, cez podielové fondy alebo v dôchodkových fondoch) len 5,7 % amerických domácností. V tomto čase sa však uskutočnila významná zmena v dôchodkovom sporení.

V USA tvorí podstatnú časť príjmu v starobe firmený dôchodok. Americké firmy zamestnancom vyplácali doživotné dôchodky definované ako určité percento z ich platu (tzv. defined benefit). Firmám tento systém nevyhovoval, lebo na vyplácané dôchodky museli vytvárať finančné rezervy. Keďže nevedeli, ako dlho budú ich zamestnanci žiť, tvorba rezerv bola pre firmy zaťažujúca. Preto si firmy vybojovali, že miesto definovaných dôchodkov budú radšej zamestnancom vyplácať príspevky na dôchodkové sporenie, a to počas doby ich zamestnania (tzv. defined contribution). Ide o určitú obdobu nášho tretieho piliera. Systém vyplácania príspevkov bol pre firmy omnoho jednoduchší a finančne menej náročný. Niet divu, že od schválenia zákona o zmenách v dôchodkovom sporení sa väčšina nových firemných dôchodkov realizovala cez definované príspevky.

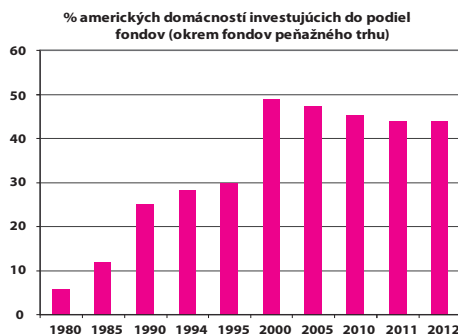
Zmeny v dôchodkovom sporení mali nečakaný dopad na finančné trhy. Sektor finančných služieb sa chopil šance a ponúkol investovanie dôchodkových úspor do akciových a zmiešaných fondov. Počet sporiteľov v dôchodko-

vých plánoch s prímiesou akcií stúpol v rokoch 1990-2000 z 38 miliónov na 62 miliónov a hodnota ich investícií zo 712 na 2216 miliárd dolárov. Značná časť nárastu hodnoty majetku išla na vrub investičnej bubliny. Čím viac ľudí si sporilo cez akciový trh, tým väčšia rástla hodnota akciového indexu a tým viac ľudí sa do sporenia zapájalo.

....a desiatky miliónov nových investorov....

Rast akciových trhov prilákal aj milióny nových investorov do podielových fondov. V roku 1990 si do podielových fondov ukladalo peniaze už 25% amerických domácností a v roku 2000 dokonca každá druhá americká domácnosť (Graf 2). Na raketovo rastúcom akciovom trhu už neinvestovali len bohatí bieli muži, ale aj modré goliere, slobodné mamičky, či černoši z Alabamy.

Kombinácia prílevu nových investorov a finančnej bubliny vytlačila hodnotu majetku amerických domácností v podielových fondoch z 511 miliárd dolárov v roku 1990 na 2704 miliárd dolárov v roku 2000. Ide o klasický prípad samo-vyplňujúcej sa prognózy o vysokých výnosoch.



....nafúkli investičnú bublinu.

Na raste akciového trhu v USA v rokoch 1990-2000 sa samozrejme podieľali aj iné faktory, ako zmeny v dôchodkovom sporení a rastúca popularita podielových fondov. Svetová ekonomika vstúpila do fázy plnej globalizácie. Čína, India, Rusko a mnoho iných štátov sa začalo zapájať do globálneho obchodu. Na globálny trh vstúpilo minimálne 3 miliardy nových spotrebiteľov. Na globalizácii americké firmy vynikajúco zarobili. Motorom rastu ekonomiky bola aj technologická revolúcia: počítače, internet a mobily sa stali masovou záležitosťou.

Zvýšili produktivitu práce najmä v službách (ktoré tvoria 2/3 HDP). Ekonomika rástla a zvýšili sa zisky podnikov. Ale ak sa vrátíme ku Grafu 1 vidíme, že akciové trhy rástli ešte rýchlejšie, ako samotná ekonomika nadopovaná globalizáciou a technologickou revolúciou.

Sú ceny akcií dnes prívysoké?

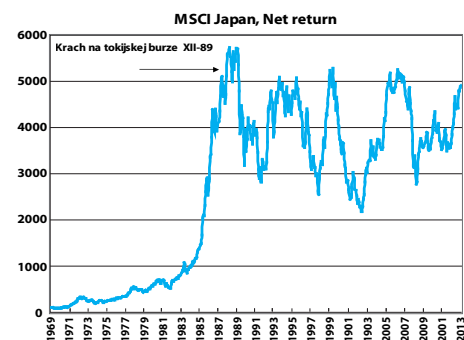
Na túto tému sa finanční analytici môžu donekonečna obhadzovať rôznymi vzorcami a koeficientmi. Skúsme na chvíľu použiť sedliacky rozum. Rast bohatstva na finančných trhoch by mal odrážať rast ekonomiky. Ak rastú finančné trhy rýchlejšie ako reálne bohatstvo, asi ide o bublinu. V rokoch 1990-2013 americký hrubý domáci produkt narástol 2,8-krát, no hodnota akcií narástla 4,9 krát.

V histórii USA nebolo obdobie, keď rast akciových trhov predbehol rast ekonomiky takýmto spôsobom. Normou bol skôr rýchlejší rast ekonomiky ako finančného trhu. Naozaj sa teda zdá, že akciový trh je v USA ešte aj dnes vysoko nadhodnotený, a to aj napriek dvom veľkým krachom v rokoch 2000 a 2008. Bublina, na ktorej sa okrem demografických faktorov podieľala aj politika tlačenia lacných peňazí, stále trvá. Kedy praskne? To nevieme, ale donekonečna trvať nebude.

Keď baby boomers začnú predávať, akciový trh splasne

Obrovský prílev investorov na akciové trhy (a bublinové výnosy) mal aj svoje demografické príčiny. Na dôchodok si takto sporila silná povojnová generácia „baby boomers“. V rokoch 1946-64 sa v USA narodilo 76 miliónov ľudí. Dnes táto skupina vlastní tri štvrtiny bohatstva USA. Dá sa predpokladať, že svoje finančné bohatstvo začnú baby boomers postupne odpredávať, aby si zabezpečili komfortnú starobu. Od baby boomers bude ich finančné bohatstvo odkupovať menej početná a hlavne menej majetná „Generácia X“ narodená medzi rokmi 1965-84. Masívny výpredaj finančných aktív môže značne znížiť ich cenu.

Podobný proces možno vidieť v Japonsku. Japonsko je dobrý príklad toho, ako dlho môže trvať, kým bublina na akciovom trhu splasne. Index tokijskej burzy je dnes o 28% nižší ako v roku 1989 (Graf 3). Aj po štvrt storočí sú japonské akcie stále predražené a nová generácia investorov je omnoho menej početná ako generácia ich súčasných majiteľov.



Mali by teda ľudia v dôchodkovom sporení investovať do akcií? Áno, ale len tí, čo sú tolerantní voči finančným rizikám a sú dost mladí na to, aby vedeli prečkať aj prípadné veľmi dlhé obdobie straty.

Ing. Vladimír Baláz, PhD., DrSC.
balaz@sevis.sk