



»» Problém, o ktorom sa nehovorí

Ako sa vyrovnáť s neistotou pred
voľbami v USA

Investičná stratégia skupiny

Výhľad č. 2/2024

Index

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKROEKONOMIKA A TRHY	9
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	13
STĽPČEKY	18

Zhrnutie

Problém, o ktorom sa nehovorí



MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

Najnovšie ekonomické údaje naznačujú stabilný rast hospodárstva USA v prvom štvrtroku 2024. Kľúčové ukazovatele, ako je napríklad index ISM pre sektor služieb, vykazujú expanziu. Trh práce zostáva silný, s dobrými údajmi za február, hoci miera nezamestnanosti vzrástla viac, ako naznačovali prognózy. Napriek očakávanému spomaleniu hospodárskeho rastu do polovice roka predpokladáme celkovú mieru rastu v roku 2024 na úrovni približne 2 %.

Na druhej strane, ekonomika eurozóny zrejme dosiahla dno a jej ukazovatele sú síce slabé, ale stabilizujú sa. Napriek rastúcim úrokovým sadzbám sa tento región vyhol recesii, čiastočne vďaka fiškálnym úľavám a odolnému trhu práce.

Napokon, v čínskej ekonomike vo februári pokračovalo oživenie, najmä v sektore služieb, poháňané zvýšením domáceho cestovného ruchu v období čínskeho nového roka. Čínska vláda si na rok 2024 stanovila cieľ udržať rast HDP na úrovni približne 5 %, pričom sa zameriava na zmenu modelu rastu, aby nebol príliš závislý od vývozu a nehnuteľností. Medzi hlavné oblasti jej pozornosti patria elektromobily, vodíkové pohony, nové materiály, farmaceutické výrobky, komerčná letecká doprava a stabilizácia sektora nehnuteľností. Očakáva sa, že hlavnú úlohu zohrá fiškálna podpora, zatiaľ čo v oblasti menovej politiky môže dôjsť k symbolickému zníženiu úrokových sadzieb.



INFLÁCIA A MENOVÁ POLITIKA

Predseda Federálneho rezervného systému Fed Powell vo dvoch vypočutiach pred finančným výborom amerického Kongresu potvrdil plán Fedu na zníženie úrokových sadzieb na tento rok. Zdôraznil však opatrný prístup a zároveň poukázal na možný zvrät inflačného vývoja, keby sa menové opraty uvoľnili príliš skoro alebo nadmerne. K prvému zníženiu úrokových sadzieb dôjde pravdepodobne zhruba v polovici roka.

Európska centrálna banka (ECB) v marci nezmenila svoju menovú politiku, ale revidovala prognózy inflácie smerom nadol, čím urobila dôležitý krok k zníženiu úrokových sadzieb. Vzniká dojem, že ECB sa vzhľadom na faktory, ako je odolný trh práce a neistota v súvislosti s neutrálnou kľúčovou úrokovou sadzbou, zameriava na pomalšie tempo znižovania úrokových sadzieb. Naďalej sa domnievame, že najpravdepodobnejším termínom prvého zníženia sadzieb je jún a že potom bude nasledovať postupné znižovanie o 25 bázických bodov za každý štvrtrok.



FINANČNÉ TRHY

Finančné trhy zaznamenali zmiešanú výkonnosť. Akcie vrátane hlavných indexov, ako sú S&P 500, Euro Stoxx 50, Dax a Nikkei 225, dosiahli nové historické maximá, pričom ich podporili pozitívne hospodárske údaje, ktoré rozptýlili obavy z recesie. Na druhej strane štátne dlhopisy čelili problémom v dôsledku očakávaného neskoršieho zníženia úrokových sadzieb. Zlato vzrástlo na nové maximum pod vplyvom údajov z amerického trhu práce a náznakov predsedu Fedu Powella o možnom budúcom znížení úrokových sadzieb. Ceny ropy vykazovali zvýšenú volatilitu v dôsledku geopolitickej neistoty a pravdepodobnosti, že značný počet menších členských štátov OPEC nedodrží dohodnuté zníženie produkcie. Kurz eura voči americkému doláru zostal relatívne stabilný.



List investičných riaditeľov

Zdá sa, že prostredie pre pozitívny rok 2024 nič neruší

Aktiové trhy v priemyselných krajinách majú za sebou pomerne pozitívny začiatok roka 2024. Napríklad európske akcie merané príslušným indexom MSCI vzrástli za prvé dva mesiace o 3,3 %, severoamerické akcie až o 6,3 % a akcie priemyselných krajín tichomorského regiónu približne o 4 %. Iba index rozvíjajúcich sa trhov sa stále drží v zápornom pásme, a to na úrovni – 0,3 %. V dôsledku toho sa pomery výkonnosti v Európe a USA za prvé dva mesiace zhruba obrátili v porovnaní s predchádzajúcim rokom.

Aj v rámci Európy existujú výrazné rozdiely medzi jednotlivými krajinami. Spomedzi hlavných krajín vedú britské a talianske akcie, zatiaľ čo španielske akcie (s negatívnou výkonnosťou) zaostávajú. Francúzske a nemecké akcie boli v januári a februári mierne nad európskym priemerom. Najmä nemeckí klienti bývajú občas prekvapení silnou výkonnosťou nemeckých akcií napriek pomerne pochmúrnej nálade v krajine. Nemecká vláda nedávno výrazne znížila svoju vlastnú hospodársku prognózu a na rok 2024 očakáva len pozitívny rast. Zdá sa však, že silnú výkonnosť akcií na začiatku roka možno vysvetliť z triezveho pohľadu. Konsenzuálne odhady očakávajú mierny rast príjmov a rovnako mierne zrýchlenie hospodárskej aktivity, ako aj stabilný **globálny hospodársky vývoj**¹. To znamená, že mierne zvýšenie pomeru ceny a zisku, ktorý bol v minulom roku na úrovni recesie, môže byť určite opodstatnené.

Pri pohľade na rok 2023, keď silný začiatok roka viedol k príjemne vysokým celoročným výsledkom, sa nás mnohí zákazníci v súčasnosti pýtajú, či môžeme vzhľadom na ďalší slušný začiatok roka očakávať solídne celoročné výsledky. Skutočnosť je taká, že za posledných 25 rokov sa dajú rozpoznať zaujímavé štatistické korelácie. Porovnáme kumulatívnu výkonnosť indexov MSCI Europe a MSCI North America v januári a februári s príslušnou celoročnou výkonnosťou za každý rok od roku 1999. V prípade Európy napočítame 14 (z 25 rokov) s pozitívnou výkonnosťou v januári a februári. V 12 z týchto 14 rokov bola celoročná výkonnosť kladná. Z opačnej perspektívy to znamená, že celoročná výkonnosť bola záporná len v **dvoch zo 14 rokov**² s kladným začiatkom roka v prvých dvoch mesiacoch. Priemerná hodnota ročnej výkonnosti za 12 rokov s kladným začiatkom roka, po ktorom nasledovala celková kladná ročná výkonnosť, bola 15,5 %. Výsledky za január a február predstavovali o niečo viac ako polovicu celoročných výsledkov. V prípade záporného začiatku roka (11 z 25) bola priemerná výkonnosť za rok – 7 %. Podobnú analýzu dostaneme aj v prípade USA. V 13 z 25 rokov bol začiatok roka kladný, v 10 z nich bola kladná aj celková ročná výkonnosť, ktorá dosiahla v priemere takmer 20 %. Iba príspevok výkonnosti za január a február k celoročnej výkonnosti bol výrazne nižší ako v Európe, približne 25 %. A priemerná celoročná výkonnosť v rokoch so záporným začiatkom roka bola len – 1 %. Je dôležité poznamenať, že ide o čisto štatistickú analýzu s obmedzenou prognostickou silou pre konkrétny rok.

Silný začiatok roka pre severoamerické akcie vyvoláva ďalšiu štatistickú otázku, keďže ho viditeľne ťahá niekoľko veľmi veľkých spoločností, rovnako ako celkovú silnú výkonnosť v roku 2023. Vezmime si ako príklad 500 najväčších amerických akciových spoločností: 10 najväčších akcií prispelo v prvých dvoch mesiacoch roka k polovici celkovej výkonnosti. Inými slovami, (hypotetický) index S&P 490 by dosiahol v priemere len polovičnú výkonnosť v porovnaní s indexom S&P 500, pričom 10 najväčších akcií by tvorilo približne tretinu (merané podľa trhovej kapitalizácie). Zaujímavé je, že rozloženie výkonnosti bolo v minulom roku veľmi podobné: celkový index mal približne dvojnásobnú výkonnosť ako hypotetický index bez 10 najväčších akcií. Je tu však jeden významný rozdiel. Zatiaľ čo všetkých 10 najväčších individuálnych akcií malo v minulom roku kladnú výkonnosť, dve akcie vykázali negatívny výkon na začiatku tohto roka. V Európe sú rozdiely vo výkonnosti podľa veľkosti spoločnosti menej výrazné. Pri investíciách do amerických akcií sa však

¹ Veľké nemecké akciové spoločnosti sú väčšinou nadnárodné skupiny so silnou exportnou orientáciou. Pre ich hospodárske vyhliadky je globálna ekonomika dôležitejšia ako domáca hospodárska situácia.

² Dvoma negatívnymi rokmi s pozitívnym začiatkom roka a zápornou výkonnosťou za celý rok bol rok 2000, keď praskla bublina dotcom, a rok 2011, keď na európske indexy doťahla európska kríza štátneho dlhu.

vynára otázka, či by sa vzhľadom na celkovú silnú ekonomiku v USA nemuseli zvyšovať príspevky k výkonnosti spoločností pod úrovňou desiatich najväčších akcií a či by sa portfóliá, ktoré výrazne profitovali z výkonnosti popredných akcií, nemali nejako rozšíriť.

Vzhľadom na možné transatlantické rozdiely sa zdá, že v strednodobom horizonte, t. j. vrátane roku 2025, má hospodárstvo USA aj možnosti rastu zisku pre USA priaznivejšie vyhliadky ako Európa. Okrem toho by prípadné druhé funkčné obdobie Donalda Trumpa ako prezidenta USA (pozri časť V centre pozornosti) mohlo mať potenciálne negatívne dôsledky pre európske spoločnosti. Hoci by európski investori nemali zanedbávať investície v USA, istá miera opatrnosti sa zdá byť namieste, keďže v súčasnosti sa ekonomika USA stále ochladzuje. To znamená, že štvrťročné miery rastu v USA budú pravdepodobne postupne klesať minimálne do polovice roka. Skutočná recesia so zápornou mierou rastu je však nepravdepodobná. Tempo rastu v USA by sa mohlo v druhej polovici roka opäť zrýchliť. Investori by mali pri investovaní v USA vždy sledovať možné vplyvy výmenného kurzu. Očakávaný cyklus znižovania úrokových sadzieb by totiž mohol znížiť úrokový spread medzi americkým dolárom a eurom, čo by mohlo viesť k oslabeniu amerického dolára voči euru. Okrem toho by politické opatrenia prípadného Trumpovho prezidentovania mohli byť zamerané na oslabenie amerického dolára s cieľom podporiť americkú exportnú ekonomiku. Z týchto dôvodov sa javí ako vhodná opatrná investičná politika.

Pokiaľ ide o otázku váhy cyklických a defenzívnych sektorov v portfóliu, všimli sme si, že cyklické akcie sa v minulom roku napriek prudkému nárastu cien akcií nachádzali skôr v strede a na dolnom konci „výkonnostnej tabuľky“, zatiaľ čo menej cyklické obchodné modely dokázali dosiahnuť lepšie výsledky. Mohlo by sa to v tomto roku zmeniť, t. j. mohli by cyklické sektory prilákať väčší záujem investorov? To si, samozrejme, môžeme predstaviť. Podľa nášho názoru by však dôležitým predpokladom trvalej lepšej výkonnosti cyklických sektorov bolo oživenie globálnej ekonomiky. V súčasnosti sa však USA, ktoré sú momentálne motorom svetového rastu, stále nachádzajú v režime ochladzovania. Podľa nášho názoru by preto potvrdenie, že americká ekonomika dosiahla dno, bolo žiaducim predpokladom pre výrazné zvýšenie cyklického charakteru investičných portfólií. Je možné, že sa tak stane v druhej polovici roka.

Na záver sa pozrime na dlhopisové trhy, ktoré sa na začiatku roka vyvíjali opačným smerom ako akciové trhy. Zatiaľ čo akcie mali solídny štart, ceny dlhopisov zaradili spiatočku. Dôvodom bola prehnaná eufória na konci minulého roka, keď sa trhy spoliehali na príliš rýchle a výrazné zníženie úrokových sadzieb. Zdá sa, že táto nevyhnutná adaptácia na realitu stále prekvapivo silnej ekonomiky, najmä v USA, už pokročila. A centrálné banky signalizujú, že sa blíži začiatok očakávaného cyklu znižovania úrokových sadzieb. Z fundamentálneho hľadiska by zníženie úrokových sadzieb spolu so silným hospodárskym rastom a ďalšou normalizáciou inflácie pravdepodobne priniesli pozitívny impulz pre dlhopisy aj akcie. Napriek tomu nemožno vylúčiť určitú volatilitu akcií v súvislosti s očakávaným začiatkom cyklu znižovania sadzieb, najmä po silnom začiatku roka. Zdá sa však, že stále pretrváva prostredie pre priaznivý rok pre portfóliá so zmiešanými aktívami.

MANUELA D'ONOFRIO, vedúca investičnej stratégie skupiny

PHILIP GISDAKIS, investičný riaditeľ pre Nemecko, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)

ALESSANDRO CAVIGLIA, investičný riaditeľ pre Taliansko, UniCredit SpA

OLIVER PRINZ, spoluzodpovedný investičný riaditeľ UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG

V centre pozornosti

Prezidentské voľby v USA: nový diel duelu 2020 vrhá svoj tieň

V roku, v ktorom sa k volebným urnám vyberú viac ako štyri miliardy ľudí vo viac ako 70 krajinách (pozri aj Mesačný výhľad na február), vrhajú tieň nadchádzajúce prezidentské voľby v USA, ktoré sa uskutočnia 5. novembra a čoraz viac sa dostávajú do centra pozornosti svetových finančných trhov. Preto sa chceme na tieto prelomové voľby pozrieť hneď na začiatku roka a diskutovať o možných dôsledkoch pre globálne finančné trhy a investičnú stratégiu.

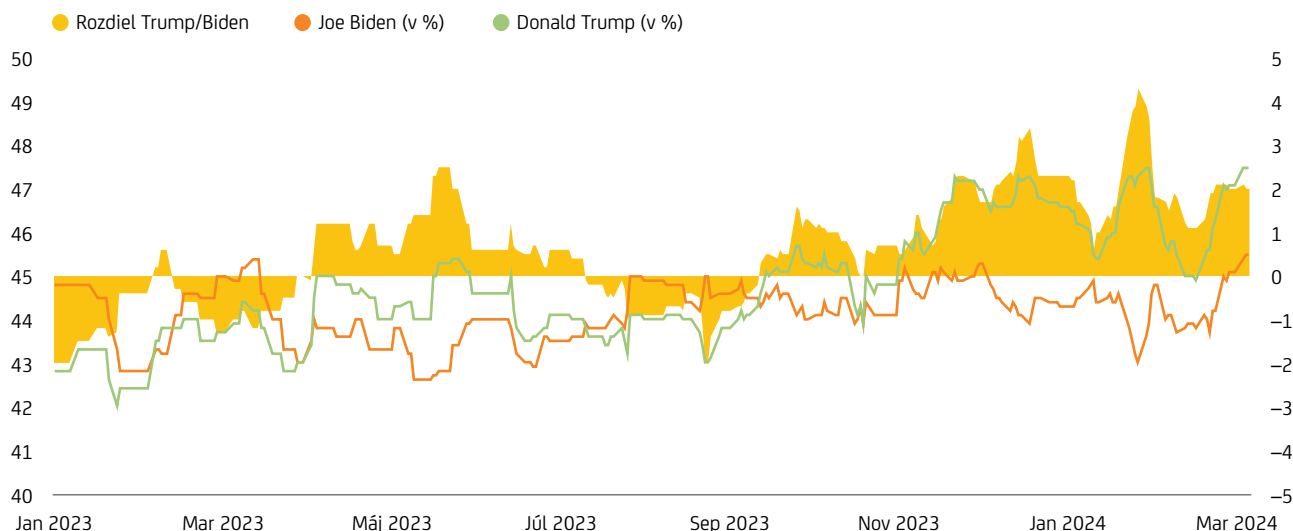
BLÍŽI SA ĎALŠÍ SÚBOJ MEDZI JOEOM BIDENOM A DONALDOM TRUMPOM

Pred štyrmi rokmi si Biden zabezpečil víťazstvo 306 hlasmi k 232 hlasom v Zbore voliteľov a pomerom hlasov 51,3 % ku 46,9 %. V siedmich tzv. **kolísavých štátoch**³ bol však jeho náskok len veľmi malý. Republikánske primárky sa ešte oficiálne neskončili a oficiálne nominačné zjazdy republikánov a demokratov, na ktorých obe strany oficiálne predstavujú svojho prezidentského kandidáta, sa uskutočnia až v júli, resp. auguste. Posledná vnútrostranícka súperka bývalého prezidenta Donalda Trumpa Nikki Haleyová odstúpila zo súboja o republikánsku prezidentskú kandidatúru po tom, čo v primárkach v 14 z 15 štátov, ktoré sa konali začiatkom marca v rámci tzv. superutorka, výrazne zaostala za Trumpom. Nové meranie síl medzi súčasným prezidentom a jeho bezprostredným predchodcom je tak čoraz pravdepodobnejšie. Ak sa dá veriť prieskumom verejnej mienky, možno očakávať vyrovnaný súboj týchto dvoch kandidátov. Podľa väčšiny prieskumov verejnej mienky má Trump v súčasnosti mierny náskok (pozri graf 1). Takéto prieskumy v počiatočnom štádiu sa však často ukážu ako málo významné. Okrem toho prieskumy verejnej mienky v jednotlivých krajinách odrážajú všeobecnú náladu. Vzhľadom na **volebný systém USA**⁴ však väčšina hlasov v žiadnom prípade nezaručuje víťazstvo. Aj keď Američania pôjdu k volebným urnám v celej krajine, o víťazstve a porážke môže opäť rozhodnúť len niekoľko štátov.

³ Väčšina amerických štátov je pevne v rukách demokratov alebo republikánov. Medzi takzvané kolísavé štáty, ktoré by sa mohli prikloniť k jednému či druhému táboru, patria Wisconsin, Pensylvánia a Michigan v páse upadajúcich priemyselných oblastí, ako aj Arizona a Georgia, ktoré Biden v roku 2020 získal pre demokratov. Možno sa bude bojovať aj o Nevadu, ale vzhľadom na menší počet obyvateľov nie je natoľko dôležitá.

⁴ Prezidenta USA nevolia priamo občania, ale nepriamo zbor voliteľov, t. j. kandidát sa môže stať prezidentom aj vtedy, keď nemá väčšinu hlasov voličov. Rozhodujúce je, kto získa väčšinu z 270 hlasov voliteľov.

1. VŠETKO NASVEDČUJE TOMU, ŽE ZÁPAS KANDIDÁTOV JE VYROVNANÝ



Zdroj: Real Clear Politics, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy
Sledované obdobie: 28. 2. 2023 – 29. 2. 2024

Do volebného dňa 5. novembra sa však ešte môže mnohé prihodiť. Obe kandidatúry sa vyznačujú značnou neistotou. Podľa **správny osobitného poradcu amerického ministerstva spravodlivosti**⁵ sa intenzívne diskutuje o tom, či je Biden vzhľadom na svoj pokročilý vek vhodný na ďalšie funkčné obdobie. Podobne je miera spokojnosti s jeho výkonom vo funkcii na znepokojujúcej úrovni, vzhľadom na to, že ide o úradujúceho prezidenta vo volebnom roku. Trumpove šance by zasa mohli poškodiť jeho početné žaloby. Najvyšší súd však začiatkom marca jednomyselne odmietol právo štátu Colorado vylúčiť Trumpa z amerických republikánskych primárok v právnom spore o jeho účasť v primárkach. Uviedol, že právo prijať takéto rozhodnutie má len Kongres. Lenže aj verejnosť Trumpa vníma negatívne.

⁵ Správa obsahuje viaceré výroky, ktoré by pre Bidena mohli znamenať problém vo volebnej kampani. Podľa nej existujú indície, že k nesprávnemu uloženiu dôverných dokumentov v Bidenových súkromných a obchodných priestoroch došlo „omylom“. Biden pôsobí ako „starší pán so slabšou pamäťou, ktorý to myslí dobre“.

„JE TO EKONOMIKA, HLUPÁCI“ – ALE NIELEN ONA

Prvýkrát od roku 1892 porazený úradujúci prezident vyzval úradujúceho prezidenta, ktorý ho pred štyrmi rokmi porazil. Mnohé nasvedčuje tomu, že vo výsledku volieb zohrá dôležitú, ak nie najdôležitejšiu, úlohu hospodárska situácia v krajine. A hospodárske ukazovatele v USA sú zväčša pozitívne: Hospodárstvo USA sa prekvapivo rýchlo zotavilo z pandémie. Napriek reštriktívnej menovej politike je stále na ceste k rastu a miera nezamestnanosti zostáva rekordne nízka. Ekonomika USA opäť dokazuje svoju odolnosť a pružnosť – najmä v porovnaní s Európou (pozri tiež časť Ekonomika a trhy). Napriek tomu mnohí americkí voliči vnímajú ekonomickú neistotu jednoznačne vysoko. Zdá sa, že Bidenovi sa (zatiaľ) nepodarilo presvedčiť spoluobčanov, že ich každodenná situácia sa zlepšila. Oživenie sotva zasahuje nižšie vrstvy spoločnosti a inflácia sa ochladzuje len pomaly. Demokrati sa v predvolebnej kampani zamerajú na zmenu tohto stavu.

Pravdepodobne sa tiež pokúsia urobiť ústrednú tému z otázky potratov po tom, ako Najvyšší súd USA s pomocou troch sudcov vymenovaných Trumpom zrušil 50 rokov starý precedens, ktorý ústavne chráni právo na potrat. Na druhej strane, republikáni pravdepodobne urobia to isté s otázkou imigrácie, ktorá je pre veľkú časť Trumpovej základne veľmi dôležitá. Svoju úlohu zrejme zohrajú aj ďalšie otázky, ako napríklad miera kriminality v USA, zmena klímy a zahraničná politika. Pokiaľ ide o druhú možnosť, pre Bidena by mohla byť problematická prebiehajúca vojna v Gaze, keďže na podporu Izraela zo strany vlády USA sa pozerá skepticky nezanebateľná časť mladých voličov, ktorí sa tradične prikláňajú k demokratom a ktorých účasť by mohla významne ovplyvniť výsledok volieb.

PREBEHNE AJ REORGANIZÁCIA KONGRESU

Zatiaľ čo súboj o Biely dom zatiaľ všetko, rovnako dôležitú rolu pri utváraní hospodárskej politiky v USA zohráva to, kto **ovláda Kongres**⁶. Republikáni majú v súčasnosti v Snemovni reprezentantov tesnú väčšinu 219 k 213 hlasom. Volebné prieskumy ukazujú mierny náskok republikánov. Vzhľadom na tesnú väčšinu však demokratom stačí získať len niekoľko kresiel, aby opäť prevzali kontrolu nad Snemovňou reprezentantov. Zmena väčšiny v Snemovni reprezentantov sa preto zdá byť možná. Pri pohľade do histórie je však zarážajúce, že väčšinová kontrola v Snemovni reprezentantov sa v roku prezidentských volieb nezmenila od roku 1952.

⁶ Všetkých 435 kresiel v Snemovni reprezentantov sa volí každé dva roky a na udržanie väčšiny je rozhodujúce získať 218 kresiel. V súčasnosti sú voľné tri kreslá.

V Senáte, ktorý v súčasnosti tvorí 49 republikánov, 48 demokratov a 3 nezávislí poslanci v koalícii s demokratmi, disponujú demokrati aktuálne tesnou väčšinou. Voľby do Senátu sa konajú v 34 štátoch, z ktorých 23 držia demokrati (vrátane troch nezávislých) a 11 republikáni. Podľa toho môžu demokrati stratiť viac kresiel ako republikáni. Preto sa nezdá nemožné, že by republikáni mohli získať 51 kresiel potrebných pre väčšinu.

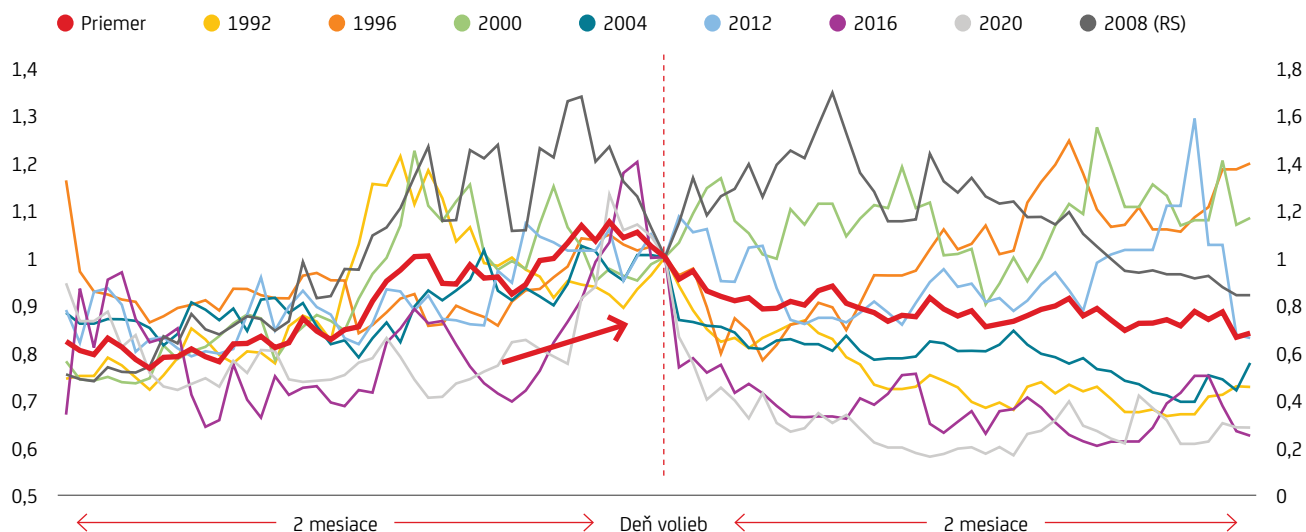
POTENCIÁLNE DÔSLEDKY PRE GLOBÁLNE FINANČNÉ TRHY

Predpovede výsledku prezidentských volieb v USA prenecháme politickým expertom, je však nesporné, že tieto voľby – najmä ak Biden bude nútený odovzdať štafetu Trumpovi – pravdepodobne významne ovplyvnia vládnu politiku a legislatívu USA v mnohých ohľadoch a rozmeroch. Menej jasné sú dôsledky pre globálne finančné trhy. Ak sa dá veriť histórii, prezidentské voľby v USA môžu v krátkodobom horizonte spôsobiť väčší nepokoj a volatilitu: Pred voľbami v USA má tendenciu rásť **Index VIX**⁷ (pozri graf 2). Tento efekt možno v podstate vysvetliť zvýšenou politickou neistotou vzhľadom na to, že investori sa snažia prispôbiť novej zmene vládnych opatrení.

⁷ Index VIX, ktorý samotní obchodníci často označujú ako „ukazovateľ strachu“, odráža prognózy volatility akciového trhu na nasledujúcich 30 dní. Predpokladaný rozsah kolísania trhu je koncepčne spojený s celkovou úrovňou vnímanej neistoty, ktorá sa zvyčajne zvyšuje, keď sa vyskytnú udalosti so zvýšeným rizikovým potenciálom.

Zároveň však v minulosti americké prezidentské voľby zväčša nezapôsobili na finančné trhy v strednodobom až dlhodobom horizonte. Akademické štúdie vo všeobecnosti konštatujú, že neexistujú štatistické dôkazy o významnom dlhodobom vplyve výsledkov volieb na výnosový potenciál širokého akciového trhu. Napriek veľkej pozornosti, ktorú investori venujú voľbám, ako aj konštatovaniu, že politické udalosti môžu občas spôsobiť krátkodobé turbulencie na

2. INDEX VIX MÁ VO VŠEOBECNOSTI TENDENCIU RÁŠŤ PRED PREZIDENTSKÝMI VOĽBAMI



Poznámka: VIX je normalizovaný ku dňu volieb v príslušnom roku. Minulé výkony, simulácie a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Pri investíciách v cudzej mene môžu výnosy stúpať alebo klesať aj v dôsledku menových výkyvov.

Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

finančných trhoch, ale pri strednodobej až dlhodobej výkonnosti trhov, a teda aj pri výnosoch akcií, dlhopisov a iných investícií, budú pravdepodobne zohrávať väčšiu úlohu mikroekonomické a makroekonomické a menové fundamenty v USA vrátane podnikových ziskov, vývoja inflácie, úrokových sadzieb a hospodárskeho vývoja. V každom prípade sa nezdá byť veľmi sľubné založiť svoju investičnú stratégiu na nádeji, že v krátkodobom horizonte vyťažíme z potenciálneho obratu na trhoch v súvislosti s voľbami v USA.

Megatrendy, ako je boj proti zmenám klímy, digitalizácia a demografické problémy v mnohých západných priemyselných krajinách, budú pravdepodobne pokračovať vo vlastnom vývoji a výsledky volieb sa ich nedotknú. Pravdou však je aj to, že výsledok volieb bude zrejme zohrávať väčšiu úlohu v niektorých odvetviach, napríklad v tých, ktoré sú silne regulované alebo dotované. Jedným z príkladov sú obnoviteľné zdroje energie: Zatiaľ čo Bidenova administratíva otvorila éru vedúceho postavenia USA v oblasti klímy, znovuzvolený prezident USA Trump by mohol znížiť dotácie na ochranu klímy v prospech zvýšenia ťažby ropy.

Investorom vo všeobecnosti odporúčame, aby sa v tomto prelomovom volebnom roku nenechali vyrušiť krátkodobými otrasmami a držali sa svojich strednodobých až dlhodobých plánov. V tejto súvislosti sa domnievame, že nevyhnutnou podmienkou prijímania opodstatnených a sľubných dlhodobých rozhodnutí je komplexná analýza základných trhových faktorov. Ústrednou zložkou našej investičnej stratégie zostáva vhodná diverzifikácia portfólia.

Makroekonomika a trhy

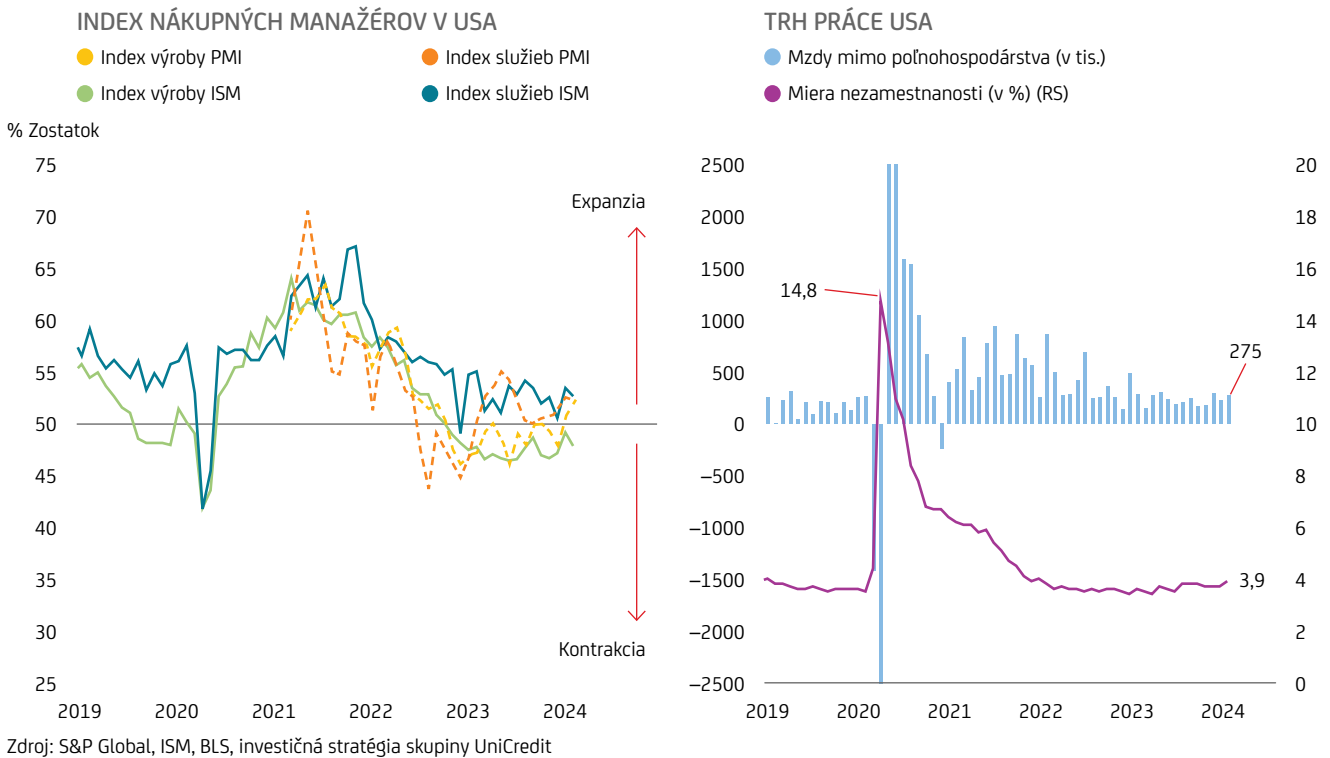
Centrálne banky potvrdzujú cyklus znižovania úrokových sadziieb v roku 2024

USA: SEKTOR SLUŽIEB A TRH PRÁCE ZOSTÁVAJÚ SILNÉ, POWELL POTVRDZUJE VÝHLAD SADZIEB PRED KONGRESOM USA

Najnovšie ekonomické údaje poukazujú na stabilný rast ekonomiky USA v prvom štvrtroku 2024. Predstihové ukazovatele, ako napríklad index ISM pre sektor služieb, zostávajú v oblasti expanzie, zatiaľ čo index ISM pre priemysel je stále pod hranicou 50 (kontrakcia), ale už niekoľko mesiacov má stúpajúcu tendenciu (pozri graf 3). Po solídnych januárových údajoch (po revíziách) sa trh práce, ktorý je pre hospodárstvo USA kľúčový, ukázal ako silný aj vo februári. Nárast počtu nových zamestnancov sa však sústredil do niekoľkých odvetví, zatiaľ čo miera nezamestnanosti vzrástla viac, ako sa očakávalo (pozri graf 3). Je v súlade s výsledkami ostatných ukazovateľov trhu práce, ktoré naznačujú, že situácia je výrazne menej napätá a v nasledujúcich mesiacoch sa ešte viac uvoľní. Napriek očakávanému spomaleniu ekonomickej dynamiky do polovice roka a scenáru mäkkého pristátia americkej ekonomiky očakávame na rok 2024 celkové tempo hospodárskeho rastu na úrovni približne 2 %.

Predseda amerického Federálneho rezervného systému (Fed) Powell na dvoch vypočutiach pred finančným výborom amerického Kongresu potvrdil plán Fedu na zníženie úrokových sadziieb na budúci rok, zároveň však naznačil, že s predčasným znížením sadziieb sa neponáhla. V tomto vyhlásení sa opäť zdôrazňuje názor Fedu, že nepretržité približovanie sa k 2-percentnému inflačnému cieľu nie je zaručené, keďže príliš skoré alebo príliš veľké uvoľnenie menových oprát by mohlo viesť k zvráteniu inflačného trendu a v konečnom dôsledku k potrebe ešte reštriktívnejšej politiky. Príliš neskoré alebo príliš slabé uvoľnenie úrokových oprát by zároveň mohlo neprimerane oslabiť ekonomiku a zamestnanosť. Powell tiež opätovne zdôraznil, že zníženie cieľového koridoru by bolo vhodné až po nadobudnutí väčšej dôvery v udržateľnosť vývoja inflácie smerom k 2 %. Pokiaľ ide o presné načasovanie prvého zníženia úrokových sadziieb, ako najpravdepodobnejší termín uviedol „polovicu roka“, čo naďalej považujeme za základný scenár.

3. PREDSTIHOVÉ UKAZOVATELE A SILNÝ TRH PRÁCE PODPORUJÚ SCENÁR „MÄKKÉHO PRISTÁTIA“

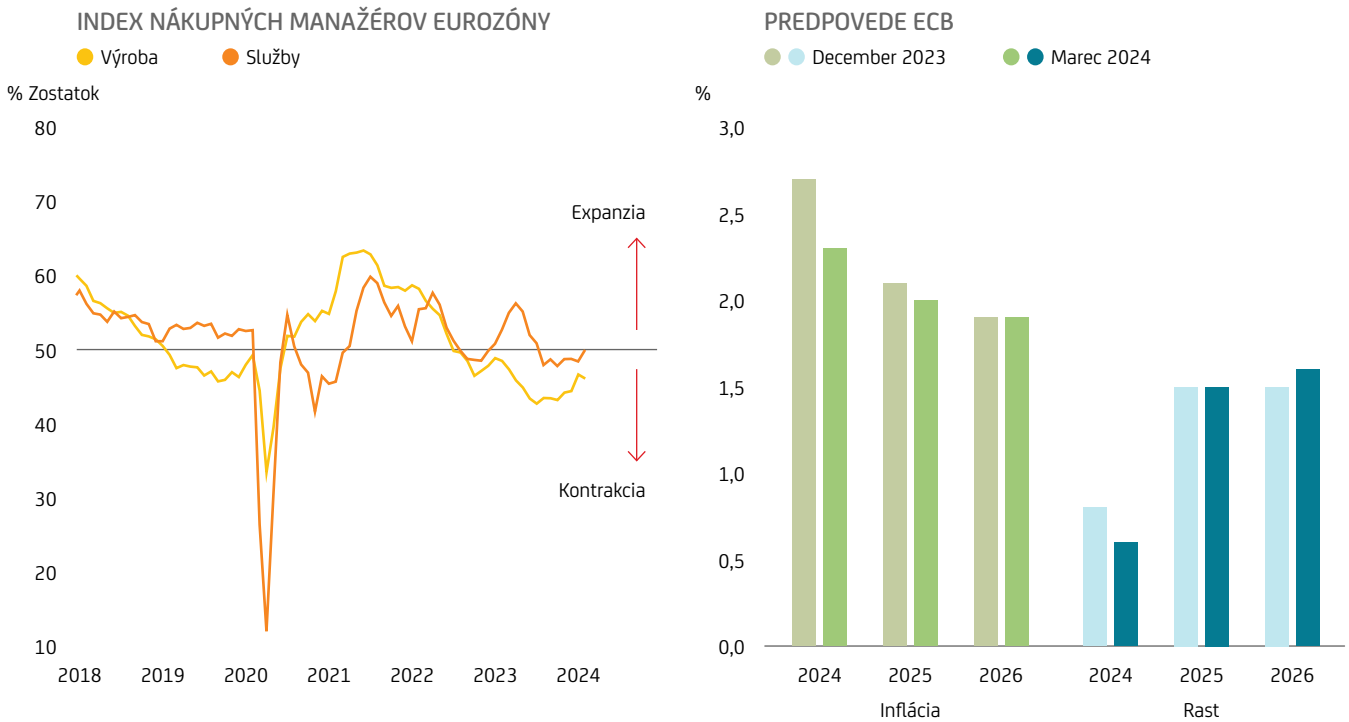


EUROZÓNA: VYHLIADKY NA KONJUNKTÚRU SA ZLEPŠUJÚ, ECB NAZNAČUJE, ŽE ZNIŽOVANIE SADZIEB JE NA DOHĽAD

Najnovšie údaje z prieskumov naznačujú, že ekonomika eurozóny možno dosiahla svoje dno, aj keď ukazovatele sú stále slabé (pozri graf 4). Napriek zvýšeniu úrokových sadzieb sa regiónu podarilo vyhnúť recesii. Čiastočne je to pravdepodobne spôsobené rozsiahlymi fiškálnymi úľavami, ale aj trh práce sa zatiaľ ukázal ako silný. Na súčasnú hospodársku situáciu v eurozóne však okrem slabého zahraničného dopytu a pretrvávajúceho geopolitického napätia vplyva aj reštriktívna menová politika. Rastúce reálne príjmy (v dôsledku klesajúcej miery inflácie) a naďalej silný trh práce by však mali zabezpečiť, že ekonomika postupne získa dynamiku. Vidíme tiež prvé známky stabilizácie oslabujúcej sa globálnej ekonomiky, čo znamená, že očakávame postupné zlepšovanie hospodárskej situácie v priebehu roka. V roku 2024 predvídame mierny nárast celkovej hospodárskej aktivity v eurozóne o 0,5 %.

Európska centrálna banka (ECB) v marci podľa očakávania ponechala svoju menovú politiku nezmenenú. Centrálna banka revidovala svoje prognózy celkovej aj jadrovej inflácie ďalej nadol, čím urobila dôležitý krok smerom k zníženiu úrokových sadzieb (graf 4). Prezidentka ECB Lagardeová zdôraznila, že Rada pre menovú politiku ECB potrebuje viac údajov, najmä o mzdách, aby získala dôveru v udržateľnosť dezinflácie. Konkrétne poukázala na júnové zasadnutie, na ktorom bude väčšina týchto informácií k dispozícii. Preto sa naďalej domnievame, že najpravdepodobnejším termínom prvého zníženia sadzieb je jún, po ktorom bude nasledovať postupné znižovanie o 25 bázických bodov (bps) za štvrtrok. Z komentárov pani Lagardeovej na následnej tlačovej konferencii usudzujeme, že sa tak stane. Hoci cyklus znižovania sadzieb bude závisieť od údajov, prezidentka ECB naznačila, že „reštriktívna fáza ECB potrvá ešte nejaký čas“ a na ňu nadviaže „fáza normalizácie“. Aj keď tieto vyhlásenia nie je možné presne interpretovať, vzniká dojem, že ECB usiluje o pomalšie tempo znižovania úrokových sadzieb. Prispieva k tomu niekoľko faktorov: odolnosť trhu práce, ktorá znižuje riziko tvrdého pristátia ekonomiky, ako aj zvýšená neistota v súvislosti s úrovňou neutrálnej kľúčovej úrokovej sadzby, ktorá udržiava rovnováhu ekonomiky eurozóny. V prospech hovorí aj skutočnosť, že ECB znižuje úrokové sadzby v čase, keď by sa ekonomika mala opäť oživiť.

4. EURÓPSKA EKONOMIKA KLESLA, ECB ZNIŽUJE PROGNÓZY NA ROK 2024



Zdroj: S&P Global, ECB, investičná stratégia skupiny UniCredit

ČÍNA: HOSPODÁRSKE OŽIVENIE POKRAČUJE, VŠEČÍNSKE ZHROMAŽDENIE ĽUDOVÝCH ZÁSTUPCOV POTVRDILO CIEĽ RASTU

Z predstihových ukazovateľov vyplýva, že čínska ekonomika sa vo februári naďalej zotavovala. Na zrýchlenie hospodárskeho vývoja poukazujú najmä indexy nákupných manažérov v sektore služieb, čo nie je prekvapujúce vzhľadom na výrazný nárast domáceho cestovného ruchu počas čínskeho Nového roka. Uvidíme, či je oživenie v sektore služieb udržateľné. Považujeme to za nepravdepodobné, prinajmenšom bez ďalšej vládnej podpory, keďže súkromná spotreba po sviatkoch vo všeobecnosti klesá. Nárast spotreby teda nevnímame ako znak trvalej podpory rastu. Hospodárska dynamika v priemysle sa výrazne nezrýchľila, ale podmienky sa ani výrazne nezhoršili. Zmiešané údaje zdôrazňujú potrebu ďalších vládnych opatrení, ktoré boli naznačené aj na Všečínskom zhromaždení.

Čínsky premiér Li Čchiang na začiatku 14. celoštátneho Všečínskeho zhromaždenia oznámil, že cieľ rastu HDP Číny na rok 2024 sa nemení a pohybuje sa okolo 5 %. Vláda čelí na jednej strane výzve podporiť rast a zamestnanosť v krátkodobom horizonte a na druhej strane dlhodobému cieľu zmeniť model rastu Číny z nadmernej závislosti od vývozu a nehnuteľností na priemyselnú výrobu a služby s vyššou pridanou hodnotou. V priemyselnom sektore sa pozornosť sústreďuje na elektromobily, vodíkové pohony, nové materiály, inovatívne lieky a komerčnú leteckú dopravu. Osobitná pozornosť sa bude naďalej venovať sektoru nehnuteľností. Vláda plánuje stabilizovať financovanie developerov zavedením takmer 300 mechanizmov financovania mestských nehnuteľností. Premiér Li vyzval na podporu stabilného a zdravého rozvoja trhu s nehnuteľnosťami, ale nenaznačil ďalšie konkrétne politické opatrenia na podporu dopytu po novom bývaní. Podporovať by sa mala aj výmena starého spotrebného tovaru za nový a spotreba automobilov. Čína sa bude pravdepodobne spoliehať predovšetkým na fiškálnu podporu, aby udržala rast na prijateľnej úrovni, pričom sa očakáva, že menová politika bude zohrávať akomodáciu úlohu a úrokové sadzby sa pravdepodobne znížia len symbolicky. Možno preto predpokladať ďalšie vládne opatrenia, zatiaľ čo podpora spotreby a spotrebiteľskej dôvery bude pravdepodobne nižšia, a preto v roku 2024 naďalej očakávame rast HDP na úrovni 4,5 %.

NOVÉ MAXIMÁ NA FINANČNÝCH TRHOCH

Podobne ako v januári bola výkonnosť jednotlivých tried aktív v posledných týždňoch zmiešaná. Zatiaľ čo akcie dosahovali dobré výsledky, štátne dlhopisy stratili. Zlato, ropa a americký dolár sa vyvíjali pozitívne.

Rastový trend akcií zo začiatku roka v poslednom období takmer nezmenšene pokračoval, k čomu prispeli prevažne pozitívne správy za štvrtý štvrťrok, ako aj robustné hospodárske údaje a ekonomické ukazovatele, ktoré rozptýlili obavy z recesie a posunuli očakávania zníženia úrokových sadzieb ďalej do budúcnosti. Mnohé dôležité akciové indexy vrátane S&P 500, Euro Stoxx 50, Dax a Nikkei 225 nedávno dosiahli nové historické maximá. Teraz, keď sa skončila sezóna vykazovania za štvrtý štvrťrok, v ktorej technologický sektor opäť zatienil ostatné sektory, najmä z dôvodu rozruchu okolo umelej inteligencie, sa investori v najbližších týždňoch pravdepodobne zamerajú na výsledky za prvý štvrťrok. Index S&P 500 vzrástol od konca januára do začiatku marca približne o 5 %, zatiaľ čo index Euro Stoxx 50 sa v rovnakom období zvýšil o viac ako 7 % (k 8. marcu, pozri tabuľku „Vývoj vybraných indexov finančných trhov“ na strane 22).

Pokiaľ ide o dlhopisy, štátne dlhopisy utrpeli v dôsledku ďalšieho znižovania sadzieb očakávaného na rok 2024, a to tak z hľadiska načasovania, ako aj z hľadiska rozsahu. Najmä údaje o inflácii v USA za január, ktoré boli silnejšie, než sa čakalo, viedli k výraznému nárastu výnosov štátnych dlhopisov. Zatiaľ čo na začiatku roka sa predpokladalo zníženie úrokových sadzieb zo strany Fedu o viac ako 145 bázických bodov, v poslednom čase sa toto číslo znížilo na približne 100 bázických bodov (k 8. marcu). Výnosy 10-ročných amerických štátnych dlhopisov sa od konca januára do začiatku marca zvýšili o 20 bázických bodov, zatiaľ čo výnosy 10-ročných nemeckých štátnych dlhopisov vzrástli o dobrých 15 bázických bodov (pozri tabuľku). Tento vývoj podporili vyhlásenia viacerých centrálnych bankárov, že pokiaľ sa inflácia nebude trvalo približovať k dvojpercentnému cieľu, v súčasnosti nie je potrebné urýchlene znižovať úrokové sadzby.

Po tom, čo zlato v prvých týždňoch roka 2024 trochu ustúpilo do úzadia, sa nedávno znovu vrátilo v plnej sile a dosiahlo nové maximum nad 2 180 USD za trójsku uncu, čo predstavuje nárast o viac ako 6 % v porovnaní s koncom januára (k 8. marcu, pozri tabuľku). Keďže trhy neočakávajú obrat vo vývoji úrokových sadzieb skôr ako v júni, súčasná sila ceny zlata sa na prvý pohľad javí ako prekvapujúca. Pravdepodobne ju podporili najmä najnovšie údaje z amerického trhu práce a komentáre predsedu Fedu Powella, že Fed pravdepodobne do konca roka zníži úrokové sadzby.

Cena ropy v posledných týždňoch naďalej vykazovala zvýšenú volatilitu, čo bolo odrazom pretrvávajúcej vysokej miery neistoty na celom trhu. Nádej na diplomatický pokrok medzi Izraelom a Hamasom na Blízkom východe bola zmarená a bolo čoraz jasnejšie, že veľká časť menších členských štátov OPEC nebude dodržiavať dohodnuté zníženie ťažby, čím sa zvýši ponuka ropy na trhu. Cena ropy Brent vzrástla v porovnaní s koncom januára o viac ako 4 % a naposledy sa pohybovala tesne nad 80 USD za barel (k 8. marcu, pozri tabuľku).

EUR sa v tomto prostredí pohybovalo len málo, ale nedávno sa mu podarilo voči USD posilniť na úroveň tesne pod 1,10.

Alokácia aktív – ako spravujeme náš mandát portfólia

Mierne lepšie vyhladky rastu a klesajúca inflácia potvrdzujú našu globálnu alokáciu aktív

Aktívum		Skupina investícií	Investičný výhľad		
			Nízka váha	Neutrálny	Vysoká váha
Hlavné triedy aktív		Globálne akcie	○	●	○
		Globálne dlhopisy	○	○	●
		Peňažné trhy	●	○	○
		Alternatívy	○	●	○
Hlavné triedy aktív podrobne	Akcie	USA	○	●	○
		Európa	○	●	○
		Tichomorrie (RT ¹)	○	○	●
		Rozvíjajúce sa trhy	○	●	○
	Dlhopisy	Štátne dlhopisy EMÚ	○	●	○
		Štátne dlhopisy mimo EMÚ	○	●	○
		Podnikové dlhopisy s investičným stupňom EUR	○	○	●
		Podnikové dlhopisy s vysokým výnosom	●	○	○
		Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)	○	●	○
		Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)	○	○	●
	Komodity	Ólej	○	●	○
		Zlato	○	●	○

¹ RT= Rozvinuté trhy (Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)

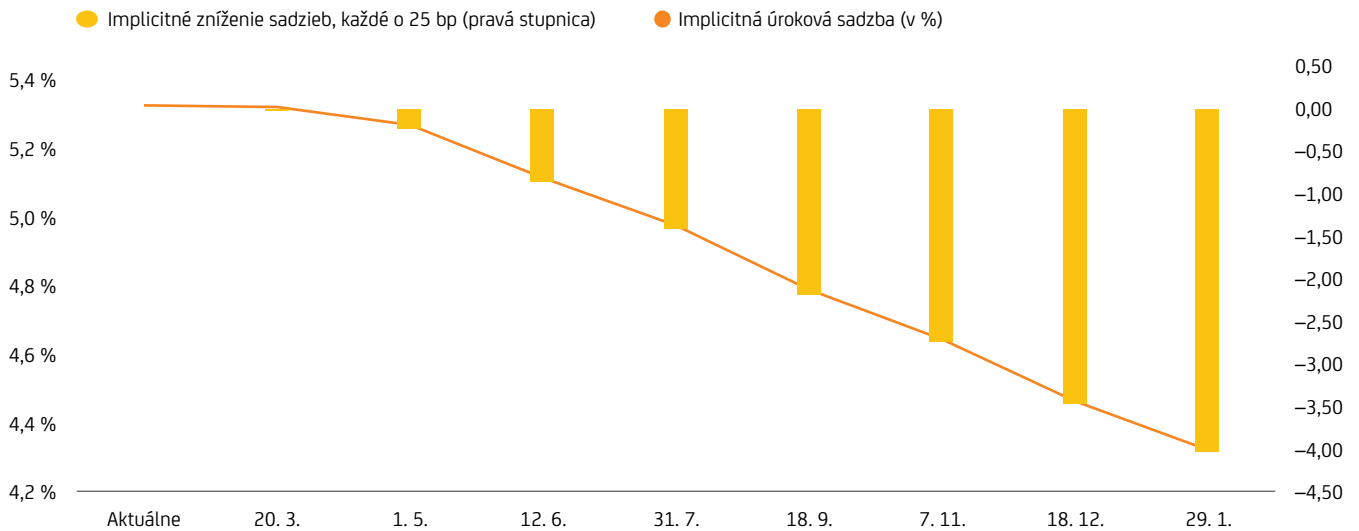
Globálny rast bol mierne zvýšený, ale s pozoruhodnými geografickými rozdielmi: odolnosť v USA, stagnácia v eurozóne a technická recesia v Spojenom kráľovstve. Spomedzi krajín G7 Čína rástla stabilným tempom, ale čelí štrukturálnym problémom. Pokiaľ ide o infláciu, celkovo sa potvrdzuje jej klesajúca trajektória, ale s rizikom stagnácie v oblasti služieb.

V tejto súvislosti investičný výbor skupiny UniCredit potvrdil súčasnú alokáciu aktív globálneho portfólia.

Konkrétne pripomínáme, že strategicky uprednostňujeme „vysokokvalitné dlhopisy“, ako sú podnikové a štátne dlhopisy s investičným stupňom v eurách.

Po správach NFP a CPI v USA, ktoré boli silnejšie ako konsenzus, máme teraz realistejšie precenenie očakávaní zníženia sadzieb Fedu, bližšie k bodovým projekciám FOMC z decembra 2023. Implikované očakávania zníženia forwardovej krivky úrokových sadzieb na rok 2024 v skutočnosti klesli na približne 3,5, čo je menej ako 6 na začiatku roka a viac v súlade s 3 zníženiami bodov. Po medziročnej korekcii a vzhľadom na to, že sa držíme nášho základného makroekonomického scenára „mäkkého pristátia“, štátne dlhopisy ponúkajú kombináciu zaujímavého carry v krátkodobom horizonte a potenciálu zhodnotenia kapitálu v strednodobom horizonte.

5. REALISTICKEJŠIE OČAKÁVANIA ZNÍŽENIA SADZIEB FEDU



Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit. Údaje boli aktualizované k 6. 3. 2024.

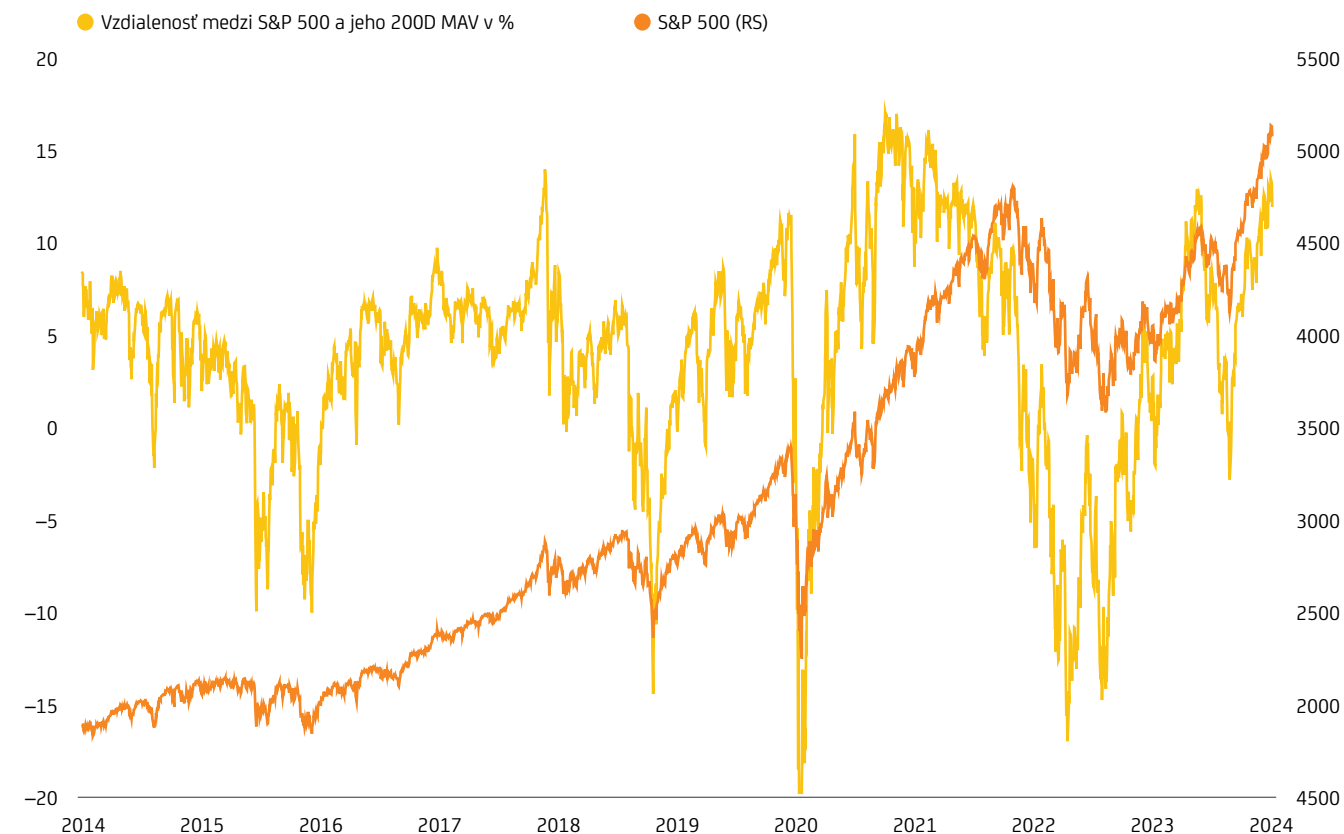
V podnikovom segmente sú rozpätia historicky nízke, najmä v prípade vysokých výnosov, ale ponuka atraktívnych carry zostáva. V prípade spomalenia rastu sú podnikové dlhopisy s vysokým výnosom zraniteľnejšie. Naďalej uprednostňujeme podnikové dlhopisy investičného stupňa. Celkovo sa očakáva, že podnikové dlhopisy investičného stupňa zostanú stabilné vďaka zdravým súvahám, lepším ziskom oproti očakávaniam, silným hotovostným zostatkom a nízkej úrovni zadĺženia v porovnaní s dlhodobým priemerom.

V prípade dlhopisov rozvíjajúcich sa trhov v domácej mene zostávame selektívne pozitívni, keďže existuje stály priestor na znižovanie sadzieb, najmä v Latinskej Amerike. Ich meny sú tiež celkovo podhodnotené a po uvoľnení sadzieb zo strany Fedu by mali získať späť určitú pozíciu. Potvrďujeme náš neutrálny investičný postoj k dlhopisom rozvíjajúcich sa trhov v tvrdej mene.

Pokiaľ ide o akcie, tie ťažia zo sily americkej ekonomiky a očakávaní, že hlavné centrálné banky začnú svoj cyklus uvoľňovania do polovice roka 2024. Celkovo povzbudivá bola aj výsledková sezóna za 4. štvrťrok 2023.

Po silnej výkonnosti v posledných mesiacoch sa zdá, že akcie sú náchylné na vyberanie ziskov. Vzhľadom na makroekonomickú situáciu, ktorá naznačuje „mäkké pristátie“ či dokonca „žiadne pristátie“ v USA, však pri zohľadnení vyššie uvedeného trendu rastu USA vo 4. štvrťroku 2023 a pravdepodobne aj v 1. štvrťroku 2024 očakávame, že výpredaj akcií kvôli zisku bude len mierny.

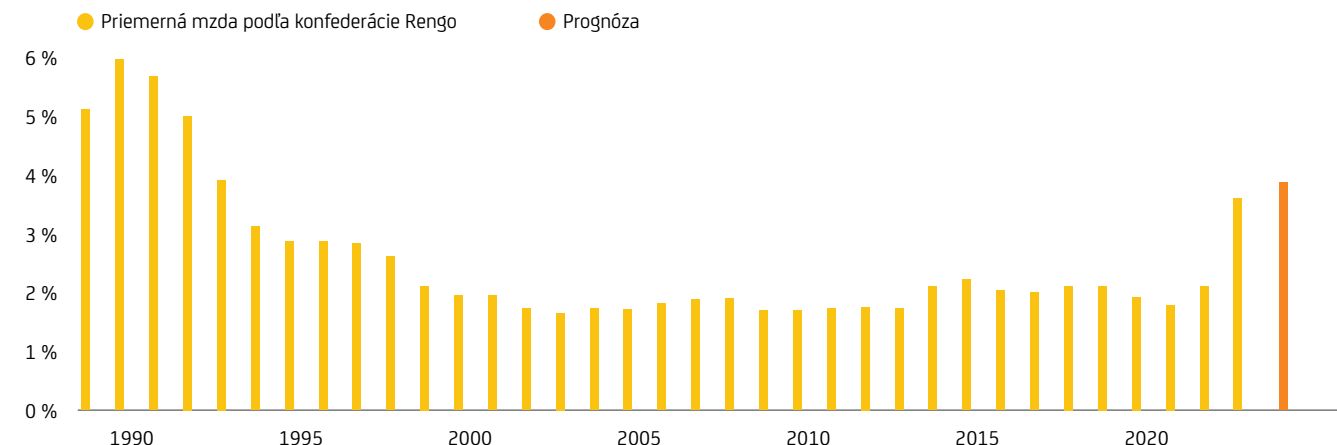
6. AMERICKÉ AKCIE PODPORILA PREVAŽNE POZITÍVNA VÝSLEDKOVÁ SEZÓNA ZA 4. ŠTVRŤROK 2023, ALE ZREJME SÚ NÁCHYLNÉ NA VYBERANIE ZISKOV



Zdroj: Bloomberg, UniCredit Research, Investičná stratégia skupiny UniCredit

Nadalej zastávame pozitívny postoj k akciám tichomorských spoločností. Prieskumy poukazujú na rastúce kapitálové a investície do pracovnej sily a očakáva sa, že jarné kolo mzdových rokovaní (tzv. šunto) potvrdí výrazný nárast podporujúci domáci dopyt (pozri graf 7). Okrem toho podnikové reformy zvyšujú aktivitu v oblasti spätného výkupu a napriek nedávnym výsledkom nie je ocenenie akcií príliš vysoké. Ak BoJ začne s normalizáciou úrokových sadzieb, zahraniční investori budú pravdepodobne musieť zvážiť investovanie na japonskom akciovom trhu na nezabezpečenom základe a sektorovo sa zamerať skôr na domácich hráčov, ako sú banky, než na vývozcov.

7. EKONÓMOVIA V TOMTO ROKU OČAKÁVAJÚ VÝRAZNEJŠIE ZVÝŠENIE JAPONSKÝCH MIEZD



Zdroj: Japonská odborová konfederácia, známa pod názvom Rengo, Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit

Poznámka: 2024 Na obrázku je znázornená prognóza Japonského centra pre ekonomický výskum.

Americké akcie podporuje priaznivý makrosceňar nadpriemerného rastu, klesajúca inflácia a pozitívna výsledková sezóna za 4. štvrťrok 2023, ktorej hnacou silou sú výsledky technologických spoločností. Ocenenie je však vysoké a koncentrácia megakapitálov v indexe S&P 500 je extrémna. Prípadný pokles obmedzuje vyhliadky na uvoľnenia politiky Fedu.

V eurozóne hospodárstvo stagnuje, ale zatiaľ sa vyhlo recesii. Nemecké hospodárstvo je postihnuté krízou výrobného sektora a úspornými opatreniami, zatiaľ čo okrajové krajiny vykazujú známky odolnosti. Trh práce je stabilný a klesajúca inflácia zvyšuje reálny príjem a podporuje spotrebiteľov. Európske akcie ponúkajú dobré príležitosti pre investorov, ktorí sa zameriavajú na hodnotu a kvalitu.

Pokiaľ ide o rozvíjajúce sa trhy, v prípade čínskych akcií sme strategicky opatrní vzhľadom na štrukturálne problémy hospodárstva, riziká ďalšej obchodnej vojny s USA v prípade Trumpovho prezidentovania a žiadne známky obratu v sektore nehnuteľností. Zopakovanie cieľa 5-percentného rastu HDP na Všečínskom zhromaždení ľudových zástupcov neurobilo dojem na zahraničných investorov, najmä vzhľadom na nedostatok odvážnych opatrení na jeho dosiahnutie. Ocenenie je však lacné a v dôsledku cielených menových a fiškálnych stimulov môže dôjsť k obmedzenému dobiehaniu. V Latinskej Amerike sa svetlým bodom stáva Brazília vďaka očakávanému zníženiu sadzieb, keďže inflácia klesá, zatiaľ čo Mexiko sa uchýľuje k tzv. friendshoringu (vytváraniu obchodných blokov so spojencami).

Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

NEUTRÁLNY KU GLOBÁLNYM AKCIÁM

Uvedené podporuje sila americkej ekonomiky a výsledková sezóna za 4. štvrťrok 2023.

NEUTRÁLNY K EURÓPSKYM AKCIÁM

Hospodárstvo stagnuje, ale zatiaľ sa vyhlo recesii. Trh práce však zostáva stabilný a klesajúca inflácia zvýši reálny príjem. Európske akcie ponúkajú dobré príležitosti pre investorov, ktorí sa zameriavajú na hodnotu a kvalitu.

NEUTRÁLNY K AKCIÁM USA

Podpora zo strany makrosceňára goldilocks (t. j. ani málo, ani veľa) rastu nad trendom a klesajúcej inflácie. Ocenenie je však vysoké a koncentrácia spoločností s najvyššou trhovou kapitalizáciou v indexe S&P500 je extrémna.

NEUTRÁLNY K AKCIÁM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

V Ázii zostávame obozretní pri čínskych akciách, ale lacné ocenenie podporuje obmedzené dobiehanie na základe fiškálnych a menových záchranných balíkov. V Latinskej Amerike je svetlým bodom Brazília vďaka očakávaniam zníženia sadzieb. Dôrazne sa odporúča selektívnosť krajín a sektorov rozvíjajúcich sa trhov.

ZVÝŠENIE VÁHY K AKCIÁM TICHOMORIA

Rast miezd je pozitívnym faktorom pre Japonsko, ktoré sa dostáva z dlhšej fázy deflácie. Okrem toho nárast ziskov podnikov a reforma tokijskej burzy podporujú intenzívny spätný výkup akcií. Napriek nedávnej výkonnosti nie sú ocenenia akcií drahé.

ZVÝŠENIE VÁHY NA GLOBÁLNYCH DLHOPISOCH

Vzhľadom na ich súčasné výnosy a očakávania zníženia sadzieb zo strany hlavných centrálnych bánk predstavujú atraktívny profil rizika a výnosu. Konkrétne pripomíname, že strategicky uprednostňujeme „vysokokvalitné dlhopisy“, ako sú podnikové a štátne dlhopisy s investičným stupňom v eurách.

ZVÝŠENIE VÁHY K EUROVÝM PODNIKOVÝM DLHOPISOM INVESTIČNÉHO STUPŇA

Prísnejšie rozpätia, ale naďalej ich podporuje odolnosť hospodárskeho cyklu a pretrvávajúce hľadanie výnosov zo strany investorov.

ZNÍŽENIE VÁHY K PODNIKOVÝM DLHOPISOM S VYSOKÝM VÝNOSOM

Ich rozpätia, najmä v prípade dlhopisov nižšej kvality, ešte plne neznižujú riziko výrazného spomalenia hospodárskeho rastu. Táto trieda aktív je tiež relatívne menej likvidná.

NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM EMÚ

Slabnúca makroekonomická situácia, ochladzovanie inflácie a očakávané zníženia sadzieb zo strany ECB približne v polovici roka 2024 nás vedú k zachovaniu konštruktívneho pohľadu na túto triedu aktív.

NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM MIMO EMÚ

Podporený očakávaním poklesu inflácie a uvoľňovania Fedu približne v polovici roka 2024.

NEUTRÁLNY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V TVRDEJ MENE

Zaujímavé výsledky, ale radšej sa zameriavame na „vysokokvalitné dlhopisy“. Zostávame defenzívni a selektívni a vyhýbame sa krajinám s vysokým zahraničným dlhom a deficitom bežného účtu.

ZVÝŠENIE VÁHY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V MIESTNEJ MENE

Atraktívne carry. Klesajúca inflácia, najmä v Latinskej Amerike, otvára priestor pre výrazné uvoľnenie politiky centrálnych bánk.

ZNÍŽENIE VÁHY NA PEŇAŽNÝCH TRHOCH

Zaujímavé výnosy, ale vzhľadom na očakávania, že Fed a ECB by mohli okolo polovice roka 2024 začať svoje cykly uvoľňovania, uprednostňujeme investície do tried aktív s pevným výnosom, ako sú štátne dlhopisy a eurové podnikové dlhopisy s investičným stupňom.

NEUTRÁLNY K ALTERNATÍVAM

Ponúkajú portfóliové príležitosti na dekorreláciu, zatiaľ čo reálne aktíva ťažia zo svojej úlohy zabezpečenia proti inflácii.

NEUTRÁLNY KU KOMODITÁM

Zlepšenie podmienok ponuky mimo krajín Opec+ (vďaka rozmachu produkcie v Severnej Amerike) a slabý dopyt zaťažujú ceny ropy. Tá však v krátkodobom horizonte ťaží z geopolitického napätia na Blízkom východe.

NEUTRÁLNY K ZLATU

Podporujú ho očakávania nižších úrokových sadzieb a oslabenie amerického dolára.

MENY

Vynikajúci rast v USA a trepezlivý Fed, ktorý sa chce vyhnúť ústupu, by mali v druhom štvrťroku naďalej podporovať americký dolár. Očakávame však, že dolár v druhej polovici roka oslabí, keďže ekonomika USA sa pravdepodobne spomalí v dôsledku klesajúcich úspor domácností a sprísňovania úverov.

Stĺpčeky

Miestni investiční riaditelia v dialógu s klientmi

Odpovede z Talianska

ČO DNES URČUJE CENU ROPY A PLYNU?

Vývoj cien energetických komodít má zásadný význam pre budúci vývoj inflácie, ktorá je kľúčovou veličinou a centrálné banky ju sledujú, keď začínajú normalizovať úrokové sadzby. Hoci geopolitický kontext zostáva zložitý a hrozí riziko eskalácie konfliktu na Blízkom východe, prekvapivo sa zdá, že ceny hlavných energetických surovín nezahŕňajú žiadnu rizikovú prémie pre takéto udalosti. Na jednej strane ropa už niekoľko mesiacov sa príliš nemení, na druhej strane zemný plyn klesá. Pokúsme sa pochopiť, aké ďalšie sily formujú trhy.

Predovšetkým vieme, že Hormuzský prieliv je bránou Blízkeho východu do Ázie a že najprv Bab El Mandebský prieliv a potom Suezský prieplav sú základnými priechodmi, ktoré spájajú Perzský záliv s Európou. V súčasnosti je ohrozená predovšetkým táto posledná trasa, a to v dôsledku útokov povstaleckých Hútiou z Jemenu. Od októbra minulého roka, po vypuknutí násillia, neboli postihnuté ani dotknuté žiadne ložiská ani infraštruktúra na výrobu či distribúciu energetických komodít v tejto oblasti. Ceny ropy a plynu teda neboli priamo ovplyvnené. Vyššie náklady na poistenie a prepravu alebo predĺženie trasy do Európy cez Mys Dobrej nádeje (približne o 10 dní dlhšia plavba) by v skutočnosti mohli mať vplyv len na ďalšie fázy spracúvania, prípadne na hotové výrobky.

Ak analyzujeme konkrétne ponuku ropy, OPEC+ sa síce snaží obmedziť ťažbu, aby podporil ceny, v skutočnosti však k znižovaniu dochádza len dobrovoľne. Veci sa majú tak, že vyhlásenia dodržiava len Saudská Arábia, zatiaľ čo napríklad Rusko zachováva predchádzajúce úrovne ťažby.

USA, ktoré sú dlhodobo najväčším svetovým producentom ropy, dosiahli rekordnú úroveň ťažby viac ako 13 miliónov barelov denne. A to aj napriek miernemu poklesu ťažobných závodov na základe významného zvýšenia produktivity existujúcich technológií.

K rastu ceny ropy by mohlo prispieť aj náhle zvýšenie globálneho dopytu. Ale vzhľadom na to, že Čína, ktorá je najväčším dovozcom, neprechádza práve brilantnou fázou reálneho cyklu, domnievame sa, že nie sú dôvody na to, aby sa tento scenár prejavil v krátkodobom horizonte.

Zanalyzujme si teraz vývoj cien zemného plynu, najmä v Európe. Ak vezmeme do úvahy amsterdamskú burzu a takzvaný TTF (title transfer facility), ceny v posledných mesiacoch vykazovali dokonca klesajúcu tendenciu.

Dôvody možno v podstate hľadať v miernej zime a historicky vysokých zásobách. Treba takisto vziať do úvahy, že sa opäť zvýšil podiel obnoviteľných zdrojov energie, najmä veternej a vodnej. Pokiaľ ide o objem spotreby zemného plynu v roku 2023, veľké európske ekonomiky vykazujú v priemere pokles o 10 % v porovnaní s rokom 2022 a až o 20 % v porovnaní s rokom 2021.

Okrem toho stratégia Európskej únie zameraná na diverzifikáciu zdrojov dodávok s cieľom znížiť závislosť od Ruska bola účinná a v súčasnosti sa ruským plynom pokrýva len 10 % spotreby. V tomto zmysle sa vytvorili dôležité partnerstvá s USA, Nórskom, krajinami severnej Afriky a Perzského zálivu a výrazne sa zvýšil podiel skvapalneného zemného plynu v porovnaní s plynom prepravovaným potrubím.

Táto kombinácia, ktorá je kľúčovým prvkom stratégie v reakcii na útok Ruska na Ukrajinu, by však mohla v strednodobom horizonte viesť k určitým prejavom cenovej nestability. Na jednej strane dodávky stále prichádzajú z „horúcich oblastí“ planéty, na druhej strane sa znížil počet zmlúv na veľmi dlhé obdobie s vopred stanovenými cenami, ktoré sú typické pre potrubný obchod. Napríklad v súčasnosti tvoria 50 % kvapalného zemného plynu do Európy dodávky z USA. Keby v dôsledku zmeny okolností dopytu Ázia dokázala ponúknuť vyššie ceny, americkí výrobcovia by znížili tok do Európy, čo by spôsobilo zvýšenie cien a zníženie dostupnosti. Zdá sa však, že ani tento scenár nie je v najbližších mesiacoch veľmi pravdepodobný.

Na záver možno konštatovať, že nevidíme žiadne faktory, ktoré by mohli v krátkodobom horizonte výrazne zmeniť dynamiku cien hlavných energetických surovín. Inflácia tak bude pokračovať v ceste k cieľom centrálnych bánk a tie čoskoro otvoria dlho očakávanú sezónu znižovania sadzieb.

ALESSANDRO CAVIGLIA, investičný riaditeľ pre Taliansko, UniCredit SpA

Odpovede z Rakúska

HODNOTA ALEBO RAST? POROVNANIE INVESTIČNÝCH PRÍSTUPOV

V súčasnom zložitom hospodárskom prostredí, ktoré charakterizujú geopolitické výzvy a nové prevratné technológie, si investori kladú otázku, či sa majú pri investovaní do akcií zamerať viac na hodnotové, alebo na rastové akcie. Väčšinu akcií možno zaradiť do týchto dvoch kategórií, čo vedie k rôznym investičným filozofiám. Čo sa však presne skrýva za touto terminológiou?

Rastové akcie

Vďaka nadpriemernej miere rastu sú tieto akcie obľúbené najmä u investorov, ktorí sú tolerantní voči riziku a orientujú sa na príjem. Najznámejšie príklady pochádzajú z technologického sektora (napríklad Apple a Alphabet). Rastové akcie zvyčajne priťahujú osobitnú pozornosť počas hospodárskeho rastu. Spoločnosti ako Apple, Amazon či Tesla často vedú vizionárski a charizmatickí podnikatelia, napríklad Steve Jobs, Jeff Bezos alebo Elon Musk, ktorých vízie obvykle bývajú stredobodom pozornosti médií.

Zisky sa investujú predovšetkým do ďalšieho rozširovania obchodných aktivít a ďalšieho rastu, zatiaľ čo dividendy sa investorom vyplácajú len zriedka. Tieto spoločnosti môžu svojimi inováciami zmeniť celé priemyselné odvetvia, čo zvyčajne znamená, že sa očakávajú prudko rastúce zisky. Investovanie do rastových akcií je stávkou na budúcnosť a kľúčovým znakom tejto triedy aktív je zvyčajne relatívne vysoký pomer ceny k zisku (P/E).

Hodnotové akcie

Hodnotové akcie sú akcie spoločností s vysokou vnútornou hodnotou. V porovnaní s rastovými akciami sa očakáva malý nárast budúcich peňažných tokov, a teda aj hodnoty spoločnosti alebo ceny akcií. Tieto akcie zvyčajne patria do tradičných sektorov, ako sú energetika alebo spotrebný tovar, ale dajú sa nájsť aj v iných oblastiach, napríklad v informačných technológiách. Medzi známe mená patria Unilever, Exxon a Cisco.

Tieto spoločnosti majú zvyčajne pevný a osvedčený obchodný model s relatívne stálym ziskom. Takáto konzistentnosť znamená, že menej podliehajú výkyvom hodnoty, a preto sa niektorým investorom zdajú trochu nudné. Na udržanie podnikateľských aktivít sú zvyčajne potrebné nižšie investície do dlhodobého majetku. Vďaka nižším kapitálovým požiadavkám na budúce investície sa môžu zisky pravidelne vyplácať investorom vo forme dividend. Na rozdiel od rastových akcií sú tieto spoločnosti zvyčajne stabilnejšie a menej dynamické. Vzhľadom na nižšie očakávania rastu sú „hodnotové“ spoločnosti v porovnaní s „rastovými“ akciami väčšinou oceňované nižšie. Na druhej strane je pravdepodobné, že bude vyplatený vysoký dividendový výnos.

Bez ohľadu na to, či investori investujú do rastových, alebo hodnotových akcií, chcú dosiahnuť čo najvyššie zisky s čo najnižším rizikom. Ktorá stratégia je správna, to sa analyzuje už dlhé roky. Hoci sú hodnotové akcie skôr konzervatívnou voľbou, dlhodobo dosahujú konzistentnú výkonnosť. Rastové akcie boli v krátkodobom horizonte často presvedčivé, ale vždy sa dajú nájsť zveličenia a s nimi spojené korekcie.

Domnievam sa, že veľmi trefný je názor Warrena Buffetta, podľa ktorého „nič také ako hodnotové a rastové akcie neexistuje“. Zdôrazňuje, že je oveľa dôležitejšie nájsť dobré obchodné modely s dobrým manažmentom a kúpiť takéto spoločnosti so zľavou. Nevyhnutnou podmienkou úspešných dlhodobých kapitálových investícií je preto podrobná a hĺbková priebežná analýza spoločností.

OLIVER PRINZ, spoluzodpovedný investičný riaditeľ UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG

Odpovede z Nemecka

ČO JE HNACOU SILOU ROZMACHU JAPONSKÝCH AKCIÍ?

Dňa 22. februára najdôležitejší japonský akciový index Nikkei 225 prekonal historické maximum dosiahnuté koncom decembra 1989 – po 34 rokoch a prvýkrát v histórii uzavrel na úrovni viac ako 39 000 bodov. Po minuloročnej vysokej výkonnosti vzrástol index za prvé dva mesiace tohto roka o ďalších 17 %. Ťažil nielen zo slabého japonského jenu, ktorý zvýšil zisky japonských spoločností orientovaných na vývoz s veľkou váhou medzi tokijskými akciami, ale aj zo skutočnosti, že investori sa zrejme čoraz viac odvracajú od čínskeho trhu po nedávnom neuspokojivom hospodárskom vývoji a geopolitickom napätí Číny vo vzťahoch so Západom.

Oživenie na japonskom akciovom trhu je však v prvom rade spôsobené štrukturálnymi zmenami v samotnom Japonsku: reformy bývalého premiéra Šinza Abeho, opatrenia na zlepšenie správy a riadenia spoločností, daňovo zvýhodnené stratégie spätného výkupu akcií, výplaty dividend a priama podpora zo strany Bank of Japan (BoJ) vo forme nákupov fondov obchodovaných na burze podporujú medzinárodnú konkurencieschopnosť japonských spoločností a ocenenie japonských akcií. Po desaťročiach zápasenia s defláciou, ktorá viedla k nedostatku investícií, poklesu tržieb a znižovaniu miezd, sa japonské hospodárstvo stabilizovalo. Inflácia sa v posledných dvoch rokoch výrazne zvýšila (aj keď menej výrazne ako v eurozóne alebo v USA). Podľa najnovšej prognózy BoJ sa však očakáva, že v tomto roku klesne späť na 2,4 %.

Prípadná blížiacia sa normalizácia menovej politiky by mohla priniesť protivietor na akciový trh. BoJ je zatiaľ jedinou významnou centrálnou bankou, ktorá stále drží svoju kľúčovú úrokovú sadzbu v zápornom pásme. Keby sa jen v dôsledku zvyšovania úrokových sadzieb posilnil, mohlo by to mať negatívny vplyv na japonské spoločnosti orientované na vývoz. Nedávne údaje o slabšom ako očakávanom raste, ktoré naznačujú, že inflácia brzdí domácu spotrebu napriek perspektíve vyšších miezd, však poskytujú dobré argumenty pre zástancov dlhodobo uvoľnenej menovej politiky. Investori by mali sledovať japonské akcie ako možný (malý) doplnok svojich portfólií, pretože ich ocenenie sa napriek silnej výkonnosti v posledných mesiacoch stále nezdá byť drahé.

PHILIP GISDAKIS, investičný riaditeľ pre Nemecko, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	8. 3. 23	8. 3. 19	6. 3. 20	8. 3. 21	8. 3. 22	8. 3. 23	8. 3. 19	1. 1. 24
Do	8. 3. 24	8. 3. 20	8. 3. 21	8. 3. 22	8. 3. 23	8. 3. 24	8. 3. 24	8. 3. 24
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	28,3	6,9	29,3	4,6	-0,5	28,3	83,2	7,0
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	10,4	-0,2	32,5	-14,2	-7,7	10,4	16,0	1,5
MSCI USA (v USD)	33,3	10,4	32,8	9,1	-3,2	33,3	102,9	7,6
MSCI Európa (v EUR)	13,2	0,8	15,6	3,2	15,0	13,2	57,8	5,6
MSCI AC Ázia Tichomorie (v USD)	14,2	1,6	32,7	-14,1	-3,0	14,2	30,1	5,2
STOXX Europe 600 (v EUR)	13,1	1,6	16,7	2,1	14,6	13,1	58,0	5,5
DAX 40 (Nemecko v EUR)	14,0	0,2	24,6	-10,8	21,8	14,0	55,5	6,3
MSCI Taliansko (v EUR)	28,8	2,7	13,0	-3,3	30,0	28,8	88,6	11,1
ATX (Rakúsko, v EUR)	1,3	-8,7	22,5	-1,8	24,2	1,3	37,8	-1,6
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	9,7	7,4	15,2	5,1	1,9	9,7	45,9	5,2
S&P 500 (USA v USD)	32,9	10,3	30,8	10,7	-2,7	32,9	103,2	7,7
Nikkei (Japonsko, v JPY)	41,6	-1,2	41,2	-12,3	17,3	41,6	108,6	18,7
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	-9,6	11,1	25,3	-14,6	-3,2	-9,6	8,0	3,3
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	2,3	21,2	-4,9	-0,2	-14,3	2,3	1,2	-1,0
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	3,2	15,3	-4,2	-1,5	-10,3	3,2	1,1	-0,5
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	7,6	17,2	-0,4	-3,6	-8,5	7,6	11,1	0,0
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	6,0	8,4	-4,1	-3,1	-18,7	6,0	-13,1	-1,4
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	6,7	8,9	-1,2	-3,2	-16,5	6,7	-7,4	-0,4
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	7,7	4,7	1,2	-4,7	-9,8	7,7	-1,7	0,1
Výnosy dlhopisov (zmena v bázičných bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	17	-193	89	28	211	17	146	22
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-11	-186	25	88	267	-11	173	20
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-32	-164	-3	113	230	-32	138	14
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-39	-79	41	38	258	-39	217	25
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-45	-89	18	43	263	-45	192	15
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-76	-66	-5	108	280	-76	237	15
Rozpätia štátnych dlhopisov (kreditné rozpätia, zmena v bázičných bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-31	20	-47	47	-22	-31	-30	-5
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-101	154	-207	46	6	-101	-92	-8
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-18	8	-33	62	-15	-18	4	-15
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-59	41	-120	167	-89	-59	-65	-46
Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičných bodoch)								
Libor (USD. 3 mesiace)	43	-170	-71	52	442	43	299	-1
Euribor (EUR. 3 mesiace)	99	-17	-6	4	344	99	425	3
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (EUR – USD)	3,6	0,6	4,7	-8,2	-3,2	3,6	-2,6	-1,1
Britská libra (EUR – GBP)	-4,1	1,5	-1,6	-3,0	7,1	-4,1	-0,9	-2,0
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-3,3	-6,7	4,7	-8,8	-1,8	-3,3	-15,3	3,5
Japonský jen (EUR – JPY)	11,9	-5,5	8,3	-2,2	14,8	11,9	29,1	3,0
Komodity (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	18,5	29,0	-2,6	21,0	-11,5	18,5	59,4	5,5
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-6,3	-12,5	41,5	45,8	-27,1	-6,3	22,5	-1,8
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	18,9	29,7	0,8	22,3	-11,4	18,9	67,4	5,2
Ropa (Brent, v USD za barel)	0,6	-31,0	50,0	87,5	-35,4	0,6	24,9	5,8

Upozornenie: Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 8. 3. 2024.

Odmietnutie zodpovednosti

Táto publikácia spoločností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank GmbH (ďalej spoločne len „skupina UniCredit“) je určená širokej verejnosti a poskytuje sa bezplatne len pre informáciu. Nepredstavuje investičné odporúčanie alebo poradenskú činnosť zo strany skupiny UniCredit, a už vôbec nie ponuku pre verejnosť akéhokoľvek druhu ani výzvu na nákup alebo predaj cenných papierov. Informácie uvedené v tomto dokumente nepredstavujú investičný prieskum ani finančnú analýzu, keďže okrem toho, že nemajú dostatočný obsah, neboli vypracované v súlade s právnymi požiadavkami určenými na podporu nezávislosti investičného prieskumu a nepodliehajú žiadnemu zákazu obchodovania pred šírením investičného prieskumu.

Skupina UniCredit vrátane všetkých spoločností v skupine a ostatných spoločností skupiny UniCredit môže mať špecifický záujem vo vzťahu k emitentom, finančným nástrojom alebo transakciám uvedeným v tejto publikácii. Prečítajte si, prosím, <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Akékoľvek odhady a/alebo hodnotenia uvedené v tejto publikácii predstavujú nezávislý názor skupiny UniCredit a rovnako ako všetky informácie v nej uvedené sú poskytnuté v dobrej viere na základe údajov dostupných k dátumu publikácie a prevzatých zo spoľahlivých zdrojov, majú však čisto orientačnú hodnotu a môžu sa kedykoľvek po zverejnení zmeniť. Skupina UniCredit Group neposkytuje žiadne záruky ich úplnosti, správnosti a pravdivosti a nepreberá za ne žiadnu zodpovednosť. Zainteresované strany preto musia vykonávať svoje vlastné hodnotenia investícií úplne samostatne a nezávisle, pričom sa musia spoliehať výlučne na svoje vlastné úvahy o podmienkach na trhu a celkovo dostupných informáciách, a to aj v súlade so svojím rizikovým profilom a ekonomickou situáciou. Investície sú spojené s rizikom. Pred každou transakciou s finančnými nástrojmi si prečítajte príslušné ponukové dokumenty.

Treba si tiež uvedomiť, že:

1. Informácie týkajúce sa minulej výkonnosti finančného nástroja, indexu alebo investičnej služby nenaznačujú budúce výsledky.
2. Ak je investícia denominovaná v inej mene, ako je mena investora, hodnota investície môže výrazne kolísať v závislosti od zmien výmenných kurzov a mať nežiaduci vplyv na ziskovosť investície.
3. Investície, ktoré ponúkajú vysoké výnosy, môžu po akomkoľvek znížení bonity podliehať značným cenovým výkyvom. V prípade bankrotu emitenta môže investor prísť o celý kapitál.
4. Investície s vysokou volatilitou môžu podliehať náhlym a značným poklesom hodnoty, pričom môžu v čase predaja generovať značné straty až do výšky celého investovaného kapitálu.
5. V prípade mimoriadnych udalostí môže byť pre investora ťažké predat' alebo speňažiť určité investície alebo získať spoľahlivé informácie o ich hodnote.
6. Ak sa informácie týkajú konkrétneho daňového režimu, upozorňujeme, že daňový režim závisí od individuálnej situácie zákazníka a môže sa v budúcnosti zmeniť.
7. Ak sa informácie týkajú budúcich výsledkov, upozorňujeme, že nepredstavujú spoľahlivý ukazovateľ týchto výsledkov.
8. Diverzifikácia nezaručuje zisk ani ochranu pred stratou.

Skupina UniCredit nemôže byť žiadnym spôsobom zodpovedná za skutočnosť a/alebo škody, ktoré môžu komukoľvek vzniknúť pri použití tohto dokumentu, okrem iného vrátane škôd spôsobených v dôsledku strát, ušlého zisku alebo nerealizovaných úspor.

Obsah publikácie – vrátane údajov, noviniek, informácií, obrázkov, grafiky, nákresov, značiek a názvov – vlastní spoločnosti UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank GmbH, pokiaľ nie je uvedené inak, vzťahuje sa naň autorské právo a zákon o priemyselnom vlastníctve. Neudeľuje sa žiadna licencia ani právo na používanie, a preto nie je dovolené reprodukovat' tento obsah, úplne alebo čiastočne, na akomkoľvek médiu, kopírovať ho, publikovať a používať na komerčné účely bez predchádzajúceho písomného súhlasu skupiny UniCredit, okrem možnosti vytvárania kópií len na osobné použitie.

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 8. marcu 2024.



**UniCredit Bank Czech Republic
and Slovakia, a.s.**



Adresa
Šancová 1/A,
813 33 Bratislava



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions