



# ➤ Posledný samuraj

Rozdielne postoje globálnej  
menovej politiky a historický  
posun v Japonsku

Investičná stratégia skupiny

Výhľad č. 3/2024

# Index

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKROEKONOMIKA A TRHY	9
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	13
AKO INVESTOVAŤ	15



# Zhrnutie

## Posledný samuraj



### USA

Očakáva sa, že hospodárstvo USA v roku 2024 zažije „mäkké pristátie“ s celkovou mierou rastu približne 2 %. Silná súkromná spotreba viedla v druhej polovici minulého roka k 4 % ročnej miere rastu. Tento trend však nebude trvať dlho, pretože prebytočné úspory súkromných domácností sa vyčerpajú a pravdepodobne sa zvýši počet prípadov nesplácania spotrebiteľských úverov. Rast miezd zostáva nad úrovňou 4 %, ale očakáva sa, že dopyt po práci sa zmierni. Náborové plány malých podnikov klesli na najnižšiu úroveň od mája 2020 a ukazovatele prepúšťania sa zvýšili. Očakáva sa, že fiškálna politika, ktorá v minulom roku prispela k rastu HDP, bude mať v tomto roku neutrálny až negatívny vplyv. Americký Federálny rezervný systém (Fed) zachováva opatrný postoj s kľúčovou úrokovou sadzbou na úrovni 5,50 % a tempo znižovania bilancie ponechal nezmenené.



### EUROZÓNA

Potvrdzujeme našu mierne pozitívnu prognózu rastu eurozóny, pričom v tomto roku by mal rast dosiahnuť 0,5 %. Trh práce zostáva odolný, najmä vo verejnom sektore a stavebníctve, a to aj napriek roku a pol hospodárskej stagnácie. Miera nezamestnanosti sa drží na rekordne nízkej úrovni a údaje o voľných pracovných miestach naznačujú pomalé znižovanie. Zdravý trh práce pomáha obmedzovať riziká ohrozujúce ekonomiku a umožňuje ECB posúdiť udržateľnosť poklesu inflácie. Očakáva sa, že cyklus uvoľňovania ECB bude postupovať pomaly, pravdepodobne tempom 25 bázických bodov za štvrtrok až na úroveň 3,25 % pre vkladovú sadzbu do konca roka 2024. Riziká tohto scenára sú vyvážené. Na jednej strane by ECB mohla znížiť úrokové sadzby menej, ako sa očakávalo, ak geopolitické napätie spôsobí prudký nárast cien energií, narušenie dodávateľského reťazca alebo zavedenie rozsiahlych cieľ. Naopak, výrazné zhoršenie situácie na trhu práce bez hospodárskeho oživenia by mohlo podnietiť posun k holubičiemu postoj.



### ČÍNA

Čínska ekonomika zaznamenala v marci mierne oživenie, pričom zlepšenie vykázal sektor služieb. Na dosiahnutie vládneho cieľa rastu vo výške približne 5 % v tomto roku je však potrebná ďalšia vládna podpora. Hospodárstvo sa úplne nezotavilo, čo sa prejavilo v slabšej spotrebiteľskej nálade od roku 2022. Miera inflácie sa mierne zvýšila, pravdepodobne v dôsledku dopytu súvisiaceho s dovolenkami. Čínska ľudová banka prijala len mierne opatrenia menovej politiky, pričom najväčšiu podporu poskytla emisiou dlhopisov určených na infraštruktúru. Neočakávajú sa žiadne komplexné stimulačné opatrenia, pokiaľ nedôjde k výraznému makroekonomickému šoku, pričom vláda by mala prejsť na model rastu viac orientovaný na spotrebu.



### FINANČNÉ TRHY

Positívnu náladu investorov na finančných trhoch podporili dobré hospodárske údaje a vyhliadky na „mäkké pristátie“ v USA a eurozóne. Indexy S&P 500 a Euro Stoxx 50 pokračovali v rastovom trende až do začiatku apríla, naopak, cenné papiere s pevným úrokom zažívali náročnejšie obdobie. Ceny ropy v dôsledku nedostatku dodávok a geopolitického napätia na Blízkom východe dosiahli najvyššiu úroveň od októbra 2023. Vzrástli aj ceny zlata a dosiahli nové maximá vďaka vysokému dopytu zo strany súkromných investorov, regiónov bohatých na zlato, ako sú Čína a India, a centrálnych bánk. Rýchly rast však naznačuje vysokú mieru špekulácií, čo zvyšuje riziko korekcie. Výmenný kurz eura voči doláru mierne oslabil v dôsledku rastúcich výnosov v USA a skoršieho očakávaného zníženia úrokových sadzieb.



# List investičných riaditeľov

Posledný samuraj

Rok 2024 sa prekvapivo začal nevidane dobrými hospodárskymi výsledkami v prvom štvrťroku. Hoci mnohí účastníci trhu očakávali, že hospodárska aktivita, najmä v USA, sa po silnom štvrtom štvrťroku minulého roka výrazne ochladí, ekonomika USA napriek pretrvávajúcim vysokým úrokovým sadzbám a inflácii nevykazuje takmer žiadne známky oslabenia. Najzreteľnejšie to vidieť na údajoch z trhu práce, keďže v prvom štvrťroku v americkej ekonomike pribudlo takmer 830 000 pracovných miest. To je viac ako priemer 640 000 nových pracovných miest vytvorených v treťom a štvrtom štvrťroku minulého roka, a takisto oveľa viac ako 600 000 pôvodne očakávaných pracovných miest.

V Spojených štátoch amerických bol v posledných rokoch hlavnou hnacou silou inflácie silný dopyt po práci a s ním spojený rast mzdových nákladov. Mesačná inflácia v USA sa v posledných týždňoch neočakávane zrýchlila, zatiaľ čo pri inflácii v eurozóne v poslednom čase pokračoval klesajúci trend. Tento vývoj spolu so silnými ekonomickými údajmi z USA viedol k výraznému nárastu výnosov amerických dlhopisov. Dôvod spočíva v tom, že termín predpokladaného prvého zníženia úrokových sadzieb americkou centrálnou bankou – Federálnym rezervným systémom (Fed) – očakávaný účastníkmi trhu sa postupne stále viac odsúva. Zatiaľ čo ešte vlni na jeseň trh predpokladal, že k prvému zníženiu úrokových sadzieb zo strany Fedu by mohlo dôjsť už v marci 2024, odvtedy sa toto očakávanie posunulo na jún. Po najnovších údajoch o inflácii v USA však trhy s futures momentálne predpokladajú prvé zníženie sadzieb až v septembri. Fed, ktorý sa usiluje o skorý návrat k 2-percentnému inflačnému cieľu, bude pravdepodobne povzbudený vo svojom vyčkávacom postoji a nebude cítiť tlak na (príliš) rýchle znižovanie úrokových sadzieb. Japonská centrálna banka sa medzitým zapísala do hospodárskej histórie: prvým zvýšením úrokových sadzieb za posledných 17 rokov ako posledná z hlavných centrálnych bánk upustila od politiky záporných úrokových sadzieb (pozri časť „V centre pozornosti“).

Skutočnosť, že za najpravdepodobnejší termín prvého zníženia sadzieb sa v súčasnosti považuje septembrové zasadnutie Fedu, prirodzene nezostáva bez dôsledkov pre finančné trhy. Výnosy dlhšie splatných amerických štátnych dlhopisov v poslednom čase výrazne vzrástli. Momentálne sa obchodujú na úrovni, ktorá bola naposledy zaznamenaná v novembri 2023. Zvýšené výnosy v USA tiež zatraktívňujú investície v dolárovej oblasti. V dôsledku toho americký dolár v posledných týždňoch výrazne posilnil voči takmer všetkým menám. Tento vývoj vplýva na rozvíjajúce sa trhy, keďže vlády a spoločnosti na týchto trhoch si častejšie požíciavajú v amerických dolároch a vysoké americké sadzby aj silný dolár zdražujú obsluhu dlhu. Po tom, čo vyhliadky na obrat úrokových sadzieb, najmä v USA, sprevádzal v posledných mesiacoch rast cien akcií na celom svete, rastúce výnosy v USA v spojení so zhoršenými geopolitickými rizikami v dôsledku krízy na Blízkom východe v poslednom čase opäť zaťažili akciové trhy.

Pri hodnotení situácie je však dôležité pripomenúť, že dôvodom tohto vývoja je silná ekonomika USA, čo je v zásade dobré pre akcie, keďže silná ekonomika vo všeobecnosti znamená rastúce zisky podnikov. Keby sa rast výnosov zastavil, do popredia by sa mala opäť dostať priaznivá hospodárska situácia. Hoci situácia v Európe je trochu odlišná – Európska centrálna banka (ECB) pravdepodobne v lete prvýkrát zníži sadzby –, silný dopyt zo Spojených štátov, ktoré sú motorom svetového rastu, by mal mať pozitívny hospodársky vplyv na Európu. Prvé náznaky pozitívneho trendu možno pozorovať v najnovších údajoch. Napríklad priemyselná výroba v Nemecku v prvých dvoch mesiacoch roka prekvapivo výrazne rástla.

Napriek tomu nie je prekvapením, že akciové trhy si po silnom začiatku roka vydýchli a zrejme vstupujú do trochu volatilnejšej fázy pohybujúcej sa do strany.

V nasledujúcich mesiacoch sa investori sústredia na údaje, ktoré pravdepodobne ovplyvnia rozhodnutia hlavných západných centrálnych bánk o menovej politike (t. j. infláciu a jej faktory, ako je vývoj miezd a cien energií), ako aj na ekonomiku a vývoj ziskov podnikov.

Pokiaľ ide o výkonnostný potenciál európskych akcií, je potrebné zvážiť ešte jeden dôležitý faktor: Ťažké váhy v európskych akciových indexoch majú skôr nadnárodný, ako domáci obchodný profil. To znamená, že o niečo slabší hospodársky vývoj v Európe v porovnaní s USA nemusí nevyhnutne znamenať, že ziskový potenciál európskych akcií je výrazne nižší ako potenciál porovnateľných akcií USA.

Ak sa pozrieme napríklad na nemecké akcie, konsenzus analytikov stále očakáva skôr mierny rast ziskov podnikov na úrovni 4 % v roku 2024. V rokoch 2025 a 2026 by sa však podľa konsenzuálnych odhadov mali zaznamenať v priemere dvojciferné tempá rastu – rast ziskov v rovnakom rozsahu, ako sa očakáva v prípade spoločností v USA v rovnakom období. Je to pozoruhodné, najmä vzhľadom na skutočnosť, že očakávania týkajúce sa hospodárskeho rastu sa pomerne líšia. V USA sa v nasledujúcich dvoch rokoch očakáva rast na úrovni 2 %, ale v Nemecku len približne polovičný. Ak však svetové hospodárstvo v dôsledku silnej ekonomiky USA porastie, mali by z toho profitovať aj nemecké spoločnosti vďaka svojmu medzinárodnému obchodnému profilu.

Dôsledky pre investičnú stratégiu vo vyváženom portfóliu sú jasné. Obe základné triedy aktív – akcie aj dlhopisy – ponúkajú zaujímavé potenciálne výnosy. V tejto súvislosti sa výrazná zmena v našom súčasnom rozdelení investícií momentálne nezdá byť vhodná. Ak sa na to pozrieme podrobnejšie, dolárové dlhopisy dnes ponúkajú vysoké výnosy a skrývajú potenciálne cenové zisky, ak výnosy prudko klesnú (hoci v súčasnosti je to menej pravdepodobné). V Európe sú aktuálne výnosy dlhopisov nižšie ako v USA, ale potenciálne cenové zisky v dôsledku možného rýchlejšieho znižovania úrokových sadzieb zo strany ECB by sa nemali ignorovať. Ak však úrokové sadzby zostanú na vysokej úrovni oveľa dlhšie, ako sa očakáva, alebo dokonca opäť porastú (čo v súčasnosti v našom základnom scenári nepredpokladáme), nemožno vylúčiť rast výnosov, a tým aj cenové straty dlhopisov.

Zároveň sa však domnievame, že globálne akcie s vyváženou váhou zostávajú strategicky zaujímavé. Možné komplikácie v priebehu potenciálneho volatilného pohybu do strany nemožno vylúčiť. Investori so sklonom k riziku by to však mohli považovať za príležitosť na zváženie selektívnych nákupov. Pre širší pohyb smerom nahor, najmä v cyklických segmentoch, by sme v súčasnosti ešte chceli vidieť potvrdenie scenára mäkkého pristátia. Keby sa takýto scenár stal jasnejším, investori so sklonom k riziku by mohli zvážiť prechod z dlhopisov na akcie s potenciálom rastu.

**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

Historický obrat: Bank of Japan ukončila politiku záporných úrokových sadzieb

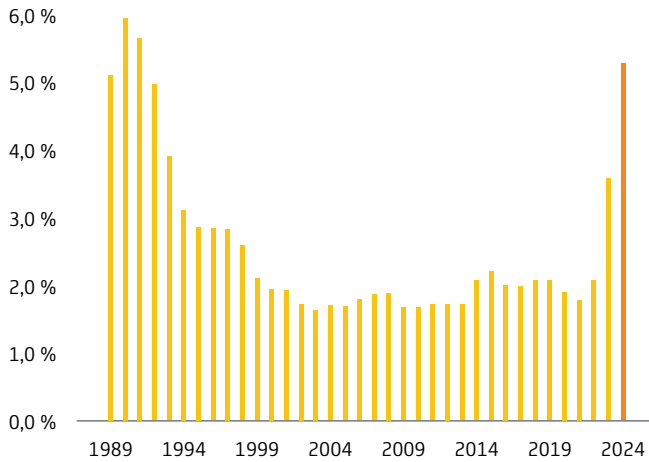
V polovici marca Bank of Japan (BoJ) prekvapila trh a prvýkrát od roku 2007 zvýšila úrokové sadzby, čo väčšina účastníkov trhu síce očakávala, ale najskôr v apríli. Stala sa tak poslednou významnou centrálnou bankou na svete, ktorá otočila úrokové sadzby smerom nahor zvýšením svojej kľúčovej úrokovej sadzby do cieľového pásma 0 % až 0,1 % po tom, ako ju v roku 2016 znížila na -0,1 % (pozri graf 1). Podľa prezidenta japonskej centrálnej banky Kazua Uedu doterajšie opatrenia „splnili svoju funkciu“ pri dosahovaní „dobrého cyklu rastu miezd a cien“. BoJ sa zároveň rozhodla ukončiť kontrolu výnosovej krivky po niekoľkých rokoch obmedzovania výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov na 1 %. Zastavia sa takisto nákupy akciových fondov obchodovaných na burze (ETF) a **J-REITs**<sup>1</sup>, zatiaľ čo nákupy krátkodobých dlhových cenných papierov a podnikových dlhopisov sa budú v nadchádzajúcom roku postupne znižovať.

Misky váh v prospech tohto rozhodnutia pravdepodobne naklonili nedávne dohody o mzdových podmienkach. Výsledky predbežných kôl rokovaní o mzdách v rámci Šuntó, tzv. jarných bojov, výrazne prekonal očakávania. Odborovej organizácii Rengo, ktorá požadovala od veľkých podnikov zvýšenie miezd o 5,8 %, sa podarilo dosiahnuť priemerné zvýšenie o 5,3 %, čo je najväčší skok za posledných 33 rokov (pozri graf 1). Ešte dôležitejšie však je, že základná mzda sa zvýši o 3,7 %. Toto zvýšenie by bolo výrazne vyššie ako miera inflácie, ktorú BoJ predpokladá na úrovni niečo nad 2 %. Zatiaľ nie je jasné, či aj zamestnanci malých a stredných podnikov (MSP) dostanú vyššie reálne mzdy. Mnohé malé a stredné podniky nemajú finančné zdroje na splnenie mzdových požiadaviek podobného rozsahu a zamestnanci so zmluvami na čiastočný úväzok vo všeobecnosti nemajú dostatočnú vyjednávaciu silu. Malé a stredné podniky v prvom mzdovom kole oznámili, že svojim zamestnancom zaplatia o 4,4 % viac vrátane 2,7 % zvýšenia základných miezd.

<sup>1</sup> V Japonsku existujú dva druhy realitných investičných fondov (REIT), jeden je verejný REIT, ktorý je kótovaný na burze, a druhý je súkromný REIT. Keď sa hovorí o „J-REIT“, v Japonsku sa tým obvykle myslí prvý z nich.

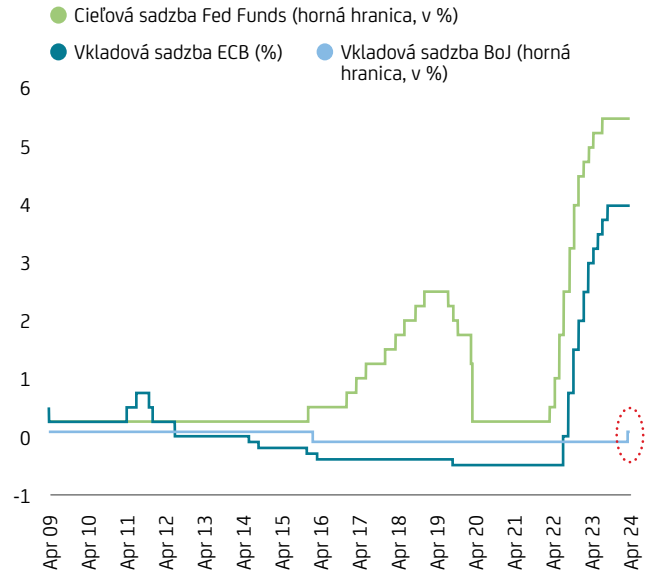
## 1. BOJ OHLASUJE NOVÝ ÉRU MENOVEJ POLITIKY ZVÝŠENÍM ÚROKOVÝCH SADZIEB

### NAJVYŠŠIA DOSIAHNUTÁ MZDA V JAPONSKU ZA 33 ROKOV



Source: Rengo, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy  
Observation period (right chart): 12.04.2009-12.04.2024

### PRVÉ ZVÝŠENIE ÚROKOVÝCH SADZIEB BOJ ZA VIAC AKO 25 ROKOV



Rozhodnutie zvýšiť úrokové sadzby nebolo jednomyselné. Dvaja z deviatich hlasujúcich členov výboru centrálnej banky chceli ponechať kľúčovú úrokovú sadzbu nezmenenú. Napriek zvýšeniu sadzieb bolo posolstvo BoJ v každom prípade skôr **holubičie**<sup>2</sup>. BoJ má v súčasnosti v úmysle zachovať zásadne akomodačné podmienky menovej politiky: Centrálna banka oznámila, že bude pokračovať v každomesačných nákupoch štátnych dlhopisov v celkovom objeme približne 6 biliónov JPY (približne 36 miliárd eur) a upravovať ich v závislosti od hospodárskeho vývoja. Po postupnom rozširovaní svojho portfólia štátnych dlhopisov od zavedenia politiky záporných úrokových sadzieb a kontroly výnosovej krivky v roku 2016 BoJ v súčasnosti drží približne polovicu všetkých japonských štátnych dlhopisov. Takisto zatiaľ nebude agresívne predávať veľké podiely ETF, ktoré v posledných rokoch masívne skupovala.

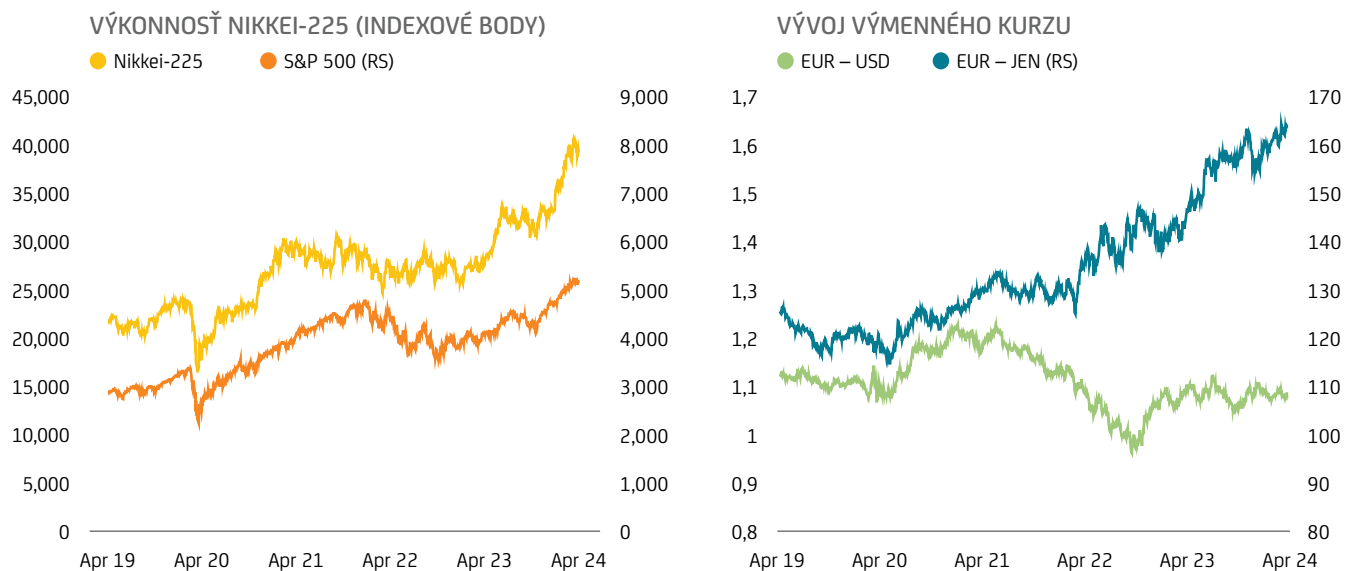
<sup>2</sup> Pojmom „holubičia“ sa označuje také nastavenie menovej politiky, ktoré sa viac zameriava na stimuláciu hospodárskeho rastu ako na reguláciu inflácie. Opakom je jastrabia menová politika.

## SÉRIA ĎALŠÍCH RÝCHLYCH ZVÝŠENÍ ÚROKOVÝCH SADZIEB ZO STRANY BOJ SA ZDÁ BYŤ NEPRAVDEPODOBŇÁ

Po 25 rokoch boja proti defláciu BoJ začala novú éru menovej politiky. Japonské hospodárstvo však nerastie tak dynamicky, ako sa očakávalo. Uvidíme, či sa obnovil „priaznivý kruh“ medzi mzdami, cenami a rastom, ako naznačil guvernér Ueda, najmä ak výrobná aktivita a spotreba zostanú slabé. Po výraznom prepade o 6,3 % v januári sa výdavky súkromných domácností vo februári znížili o 2,7 % (po úprave o ďalší priestupný deň). V skutočnosti je prudký nárast spotreby nepravdepodobný, a to napriek výsledkom rokovaní v predbežných mzdových kolách Šuntó a nedávnym neočakávaným dobrým maloobchodným tržbám. Preto sa séria ďalších rýchlych zvýšení úrokových sadzieb zo strany BoJ zdá byť nepravdepodobná.

Svetové finančné trhy pôsobia dojemom, že krok BoJ prijali pozitívne. Tento krok centrálnej banky, ktorého načasovanie bolo pre mnohých prekvapením, nespomalil rast širokého japonského akciového trhu, zatiaľ čo index Nikkei-225 dosiahol koncom marca nové rekordné maximum (pozri graf 2) a nedávno mierne klesol. Negatívnym faktorom pre zahraničných investorov je, že pokračujúca akomodačná menová politika zrejme naďalej zaťažuje japonský jen. Napriek tomu, že BoJ ukončila politiku záporných úrokových sadzieb, jen v poslednom období ďalej oslaboval a v marci klesol na najnižšiu úroveň od roku 2008 (voči euru, pozri graf 2). Minister financií Šuniči Suzuki preto nedávno musel zdôrazniť, že keby sa jen ďalej oslaboval, úrady budú môcť zasiahnuť. V krátkodobom a strednodobom horizonte bude budúce smerovanie jenu a výnosov japonských štátnych dlhopisov pravdepodobne závisieť predovšetkým od toho, ako sa bude vyvíjať ekonomika USA a aký kurz menovej politiky zvolí Fed. Fed aj ECB usilujú o prvé zníženie sadzieb v tomto roku (pozri časť Makro a trhy).

## 2. ZATIAĽ ČO INDEX NIKKEI-225 V PRVOM ŠTVRŤROKU NAĎALEJ RASTIE, JEN ZOSTÁVA POD TLAKOM



Poznámka: Nikkei-225 je cenovo vážený priemer 225 najlepšie hodnotených japonských spoločností (zdroj: Bloomberg). 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. Nezhľadujú sa obstarávacie náklady vzniknuté pri investovaní do mien.

Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

Sledované obdobie: 12. 4. 2019 – 12. 4. 2024

Hoci sa zdá, že signál na ukončenie mimoriadne uvoľnenej menovej politiky v Japonsku bol vyslaný, menová politika v tomto období pravdepodobne zostane naďalej akomodačná, pokiaľ BoJ neuvidí riziko výrazného tlaku na rast základnej inflácie. Vzhľadom na slabý jen, ktorý zdražuje dovoz do Japonska, a tým zvyšuje náklady, by mohla byť nútená konať neskôr v priebehu roka. Nedávno to naznačil aj šéf centrálnej banky Ueda, ktorý varoval, že štedré zvýšenie ciel by mohlo „od leta do jesene“ podporiť infláciu. Podľa Ueda je však BoJ pripravená reagovať na takúto situáciu svojou menovou politikou: „Keby hrozilo riziko, že mzdy a inflácia by mohli vzrásť viac, ako sa očakáva, a posunúť **inflačný cieľ**<sup>3</sup> nad 2 %, potom možno budeme musieť zvážiť zmenu menovej politiky.“ Napriek tomu je pravdepodobné, že úrokové sadzby zostanú v súčasnosti pod úrovňou miery inflácie a reálna úroková miera sa udrží záporná aj napriek spomaľujúcej inflácii. Pozornosť sa teraz sústreďuje na nadchádzajúci výhľad BoJ na konci apríla, ktorý by mal naznačiť, akou cestou by sa banka mohla vydať pri normalizácii svojej politiky.

Skutočnosť, že BoJ dokázala ukončiť roky kontroly výnosovej krivky bez toho, aby rozrušila trhy, by mala prinútiť centrálnych bankárov a ekonómov na celom svete spozornieť. Už približne 10 rokov sa opakuje mantra, že nekonvenčné opatrenia menovej politiky, najmä kontrola výnosovej krivky, ale aj rozsiahle nákupy dlhopisov centrálnymi bankami (kvantitatívne uvoľňovanie alebo QU), v sebe skrývajú veľké riziká, ktoré sa naplnia, ak sa uvedené opatrenia ukončia alebo obmedzia. Tento strach sa zdá byť neopodstatnený. Po prvé, nebolo to len ukončenie QU. Naopak, centrálné banky začali postupne znižovať objem držaných dlhopisov (zatiaľ síce len v malej miere). Po druhé, zdá sa, že aj ukončenie kontroly výnosovej krivky v Japonsku prebieha bez narušenia trhu, hoci konečný súd v tomto smere sa zdá byť predčasný.

<sup>3</sup>Podľa guvernéra Ueda je inflačný cieľ mierou vývoja inflácie, ktorá nezohľadňuje vplyvy jednorazových faktorov.



# Makroekonomika a trhy

Menová politika centrálnej banky sa blíži k bodu obratu

## AMERICKÁ EKONOMIKA SA UKÁZALA AKO SILNÁ, FED PONECHAL VÝHLAD ÚROKOVÝCH SADZIEB NA ROK 2024

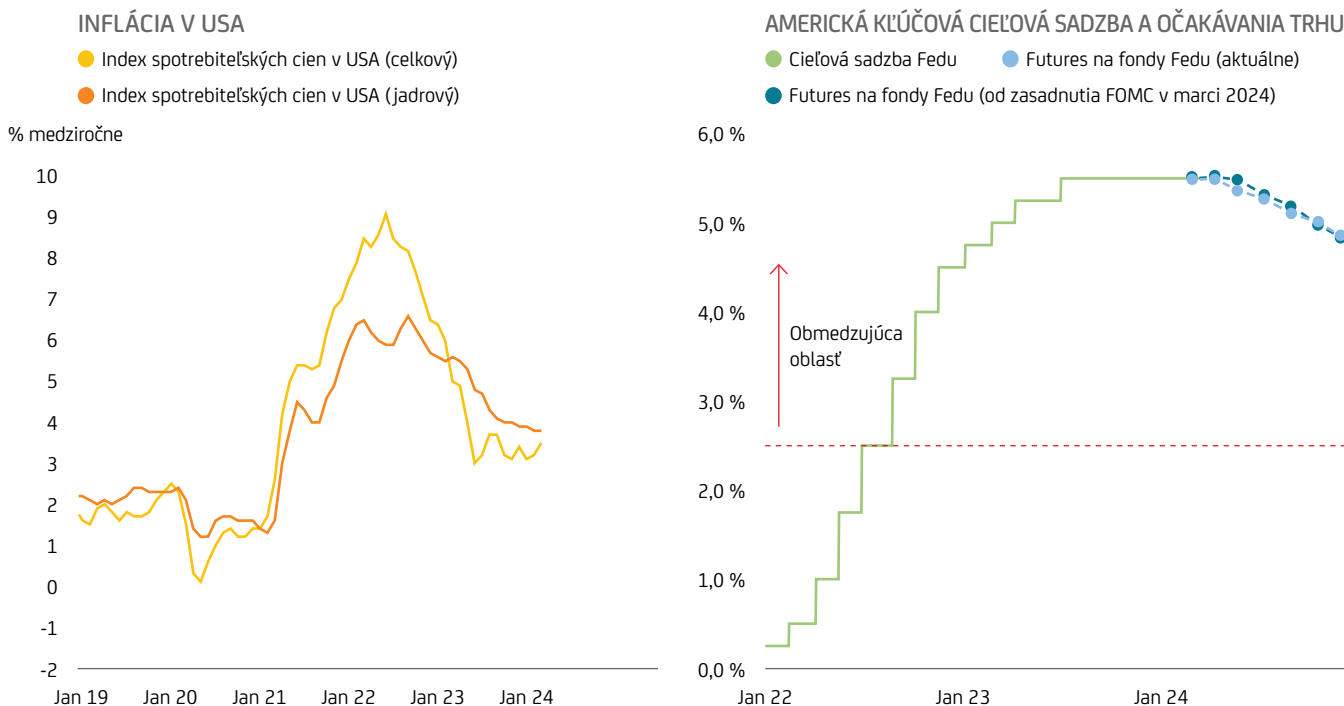
Podľa najnovších ekonomických údajov naďalej očakávame „mäkké pristátie“<sup>4</sup> americkej ekonomiky v roku 2024 s celkovým hospodárskym rastom na úrovni približne 2 %. V druhej polovici minulého roka rástlo hospodárstvo USA medziročným tempom 4 %, čo je dvakrát rýchlejšie ako jeho trendový rast, ktorý bol spôsobený najmä súkromnou spotrebou. Tento vývoj však nebude mať dlhé trvanie, pretože prebytočné úspory súkromných domácností sa budú naďalej vyčerpávať a je pravdepodobné, že sa zvýši počet prípadov nesplácania spotrebiteľských úverov. Zatiaľ čo rast miezd zostáva vytrvalo nad 4 %, dopyt po pracovnej sile by mal mať klesajúcu tendenciu. Náborové plány malých podnikov na najbližšie tri mesiace klesli na najnižšiu úroveň od mája 2020 a ukazovatele prepúšťania sa zvýšili. Fiškálna politika, ktorá v minulom roku pozitívne prispela k rastu HDP, bude mať v tomto roku pravdepodobne tiež neutrálny až negatívny vplyv. Proces znižovania miery inflácie v USA bol v poslednom období naďalej náročný, pričom celková miera inflácie v marci mierne vzrástla na 3,5 % (z 3,2 % vo februári) a jadrová miera inflácie stagnovala na úrovni 3,8 %. Napriek tomu očakávame, že celková miera inflácie do konca roka 2024 klesne na úroveň tesne nad 2 %, pričom jadrová inflácia bude nasledovať o štvrt' roka neskôr (pozri graf 3).

Americký Federálny rezervný systém (Fed) na svojom marcovom zasadnutí ponechal kľúčovú úrokovú sadzbu nezmenenú na úrovni 5,50 % (horná hranica cieľového pásma) a zachoval tempo znižovania bilancie. Predseda Fedu Powell na tlačovej konferencii uviedol, že najnovšie údaje o inflácii odôvodňujú pokračujúci opatrný postoj Fedu, a zopakoval, že na to, aby sme si boli dostatočne istí znížením sadzieb, potrebujeme viac údajov. Zároveň však uviedol, že vyššia inflácia v januári a februári nezmenila základné hodnotenie Fedu týkajúce sa inflačného výhľadu a že zníženie sadzieb bude pravdepodobne „v určitom okamihu“ v tomto roku vhodné. Okrem toho Fed v tomto roku výrazne upravil svoju prognózu rastu a mierne zvýšil prognózu jadrovej inflácie. Preto sa „bodový graf“<sup>5</sup> prognóz úrokových sadzieb mierne posunul smerom nahor, ale mediánová hodnota grafu stále poukazuje na zníženie sadzieb o 75 bázických bodov v tomto roku (čo zodpovedá trom zníženiam sadzieb), k čomu sa trhy zväčša priklonili (pozri graf 3). Nakoniec Powell uviedol, že Fed pravdepodobne „pomerne skoro“ spomalí tempo znižovania súvahy centrálnej banky. Naďalej sa domnievame, že Fed začne znižovať sadzby v lete, a na najbližšom májovom zasadnutí očakávame oznámenie o spomalení tempa znižovania súvahy, ktoré by sa malo začať v júni tohto roka.

<sup>4</sup> V ekonómii sa „mäkké pristátie“ zvyčajne vzťahuje na cyklický hospodársky pokles, ktorý nevedie k recesii.

<sup>5</sup> Tzv. bodový graf je grafické znázornenie jednotlivých prognóz úrokových sadzieb 18 členov Federálneho výboru pre voľný trh (FOMC).

### 3. POKLES INFLÁCIE V USA IDE ŤAŽKO, TRHY SLEDUJÚ VÝHLAD SADZIEB FEDU



Zdroj: BLS, Bloomberg, Federálny rezervný systém, investičná stratégia skupiny UniCredit

### EKONOMIKA EUROZÓNY SA ZOTAVUJE, ECB NAZNAČUJE KONIEC REŠTRIKTÍVNEJ MENOVEJ POLITIKY

Na základe najnovšie zverejnených hospodárskych ukazovateľov potvrdzujeme našu prognózu rastu eurozóny, ktorá na tento rok predpokladá mierne pozitívny rast na úrovni približne 0,5 %. Indexy nákupných manažérov za marec teraz jasnejšie naznačujú, že ekonomika dosiahla dno a mala by sa postupne zotavovať. Napriek poldruha roka trvajúcej hospodárskej stagnácii zostáva trh práce odolný vďaka prijímaniu nových zamestnancov, najmä vo verejnom sektore a v stavebníctve, kde bola zamestnanosť v pomere k ekonomickej aktivite mimoriadne vysoká (na rozdiel od trhových služieb). Hoci sa zdá, že rast zamestnanosti sa spomaľuje, miera nezamestnanosti zostáva na rekordne nízkej úrovni (pozri graf 4) a údaje o voľných pracovných miestach poukazujú na pomalé uvoľňovanie na trhu práce. Zdravý trh práce zohráva kľúčovú úlohu pri obmedzovaní rizík ohrozujúcich ekonomiku a poskytuje Európskej centrálnej banke (ECB) čas na posúdenie udržateľnosti poklesu inflácie. Obavy zo silných mzdových tlakov a vysokých jednotkových nákladov práce sa však zdajú byť prehnané.

ECB na aprílovom zasadnutí svoju menovú politiku nezmenila, ale pripravila pôdu pre zníženie úrokových sadzieb na júnovom zasadnutí, keď budú k dispozícii aj nové prognózy rastu a inflácie. Centrálna banka nechcela vyslať žiadne signály o vývoji úrokových sadzieb po dátume prvého zníženia sadzieb. Vzhľadom na neistotu týkajúcu sa tempa dezinflácie v sektore služieb, geopolitického prostredia a nastavenia menovej politiky Fedu však naďalej predpokladáme, že cyklus uvoľňovania ECB bude postupovať pomaly, pravdepodobne tempom 25 bázických bodov za štvrtrok na úroveň 3,25 % pre vkladovú sadzbu do konca roka 2024. Aj trh sa v podstate priblížil k tomuto scenáru (pozri graf 4). Riziká nášho scenára považujeme za vyvážené. Na jednej strane by ECB mohla znížiť úrokové sadzby menej výrazne, ako očakávame, keby eskalácia geopolitického napätia viedla k prudkému nárastu cien energií, narušeniu dodávateľského reťazca alebo zavedeniu rozsiahlych ciel. Na druhej strane by výrazné zhoršenie situácie na trhu práce pri absencii oživenia hospodárskej aktivity bolo zjavným podnetom **holubičej**<sup>6</sup> zmeny kurzu. ECB takisto dala jasne najavo, že jej menová politika je nezávislá od menovej politiky Fedu. Po prvé preto, lebo inflácia v USA sa líši od inflácie v eurozóne. Po druhé preto, lebo výmenný kurz nie je jediný kanál, ktorý treba sledovať. Rozsah, v akom môže vývoj úrokových sadzieb Fedu ovplyvniť menovú politiku v eurozóne, závisí aj od širších finančných podmienok. Keby sa napríklad trhové očakávania zníženia sadzieb Fedu ďalej znížili, mohlo by to oslabiť výmenný kurz eura voči doláru a viesť k uvoľneniu finančných podmienok. V súčasnosti je ťažké vopred povedať, ako sa finančné podmienky nakoniec vyvinú a či to povedie k slabšiemu cyklu znižovania úrokových sadzieb zo strany ECB.

<sup>6</sup> Pojmom „holubičím“ sa označuje podporový postoj centrálnej banky, ktorého cieľom je udržiavať nízke úrokové sadzby, a tým podporiť hospodársky rast.

#### 4. TRH PRÁCE V EUROZÓNE JE V DOBREJ KONDÍCII, ECB OZNÁMILA PRVÉ ZVÝŠENIE ÚROKOVÝCH SADZIEB V JÚNI

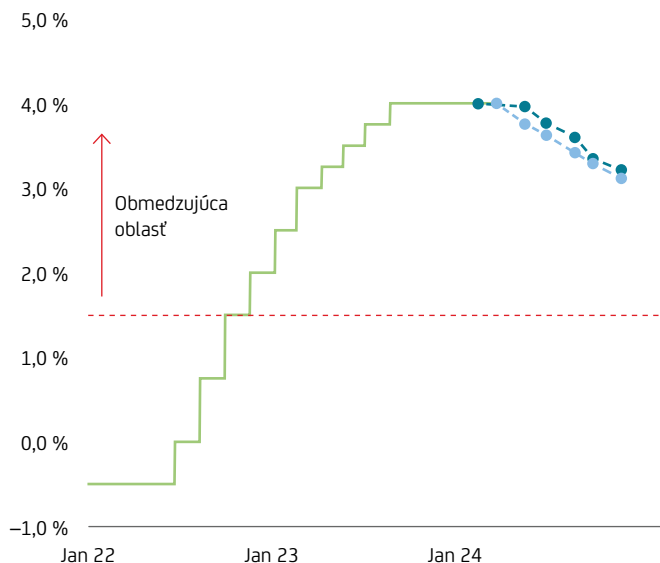
##### TRH PRÁCE EUROZÓNY

- Miera nezamestnanosti, eurozóna
- Pomer voľných pracovných miest k celkovému počtu pracovných miest, eurozóna (RS)



##### KLÚČOVÁ ÚROKOVÁ SADZBA EUROZÓNY A OČAKÁVANIA TRHU

- Vkladová sadzba ECB
- OIS ESTR (aktuálny)
- OIS ESTR (od zasadnutia ECB v marci 2024)



Poznámka: OIS ESTR: Krátkodobá sadzba jednodňového indexového swapu v eurách.

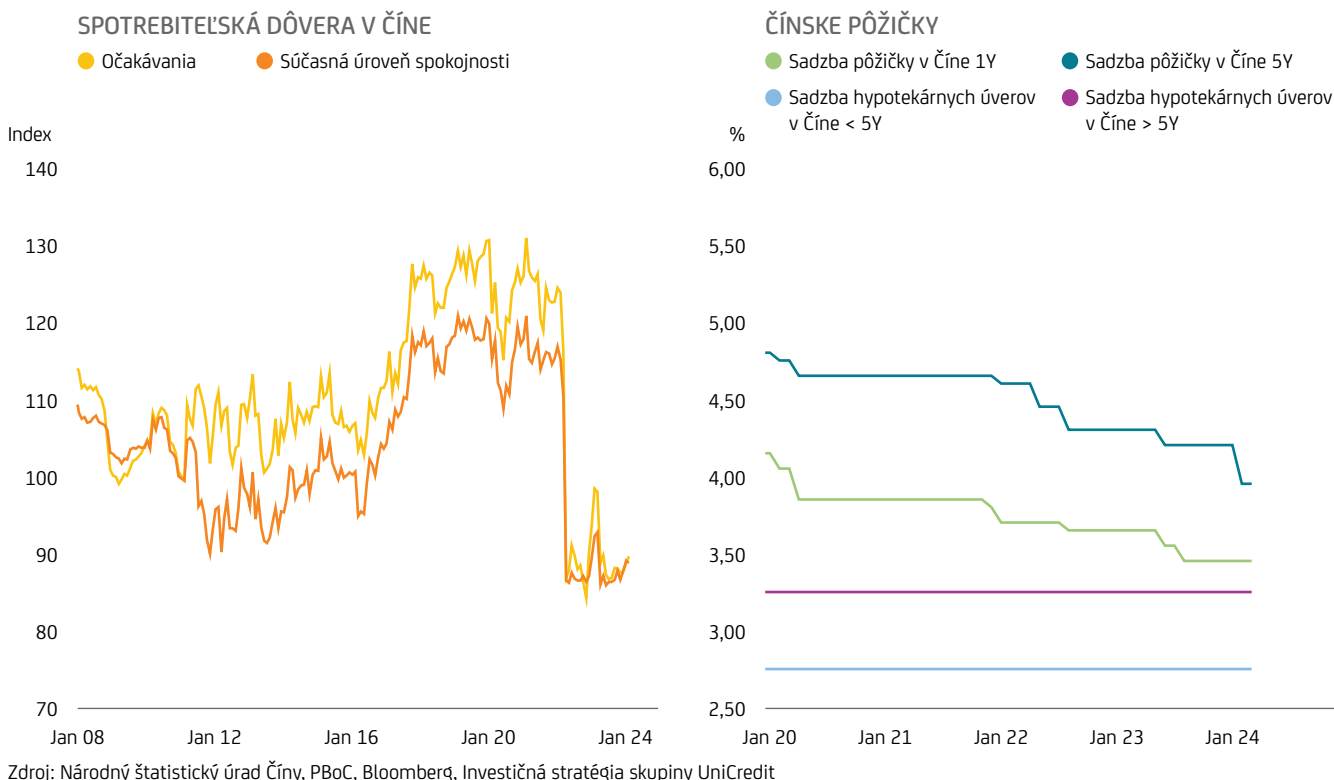
Zdroj: Eurostat, Bloomberg, ECB, Investičná stratégia UniCredit Group

#### ČÍNA: MIERNE OŽIVENIE POKRAČUJE, ALE STIMULOV JE STÁLE MÁLO

Predstihové ukazovatele naďalej poukazujú na mierne oživenie čínskej ekonomiky v marci, pričom sa zlepšili najmä indexy nákupných manažérov v sektore služieb. To znamená, že hospodárske oživenie pokračuje aj po mimoriadnom vplyve čínskeho nového roka, čo považujeme za pozitívne pre ďalší hospodársky vývoj. Napriek tomu naďalej predpokladáme, že na dosiahnutie cieľa čínskej vlády zaznamenať v tomto roku rast na úrovni približne 5 % bude potrebná ďalšia vládna podpora. Skutočnosť, že ekonomika sa ešte reálne nezotavila, sa odráža aj v pretrvávajúcej nedobrej nálade čínskych spotrebiteľov (pozri graf 5). Tá sa v roku 2022 výrazne prepadla, keďže vlny zatvárania prevádzok v dôsledku pandémie koronavírusu (stratégia nulového covidu) a obavy o trh s nehnuteľnosťami citeľne otriasli dôverou spotrebiteľov. Odvtedy sa nálada trvalo nezlepšila. Pokiaľ ide o infláciu, nedávno bol zaznamenaný mierny nárast miery inflácie po tom, čo vo februári inflácia medziročne vzrástla o miernych 0,7 %. Tento nárast však pravdepodobne do veľkej miery súvisí s dopytom počas sviatkov okolo Nového roka. Donedávna v Číne neexistovali žiadne výrazné inflačné tlaky, naopak, od októbra minulého roka sa ekonomika vyznačovala niekoľkomesačnou defláciou.

Pokiaľ ide o menovú politiku, doteraz boli prijaté len mierne podporné opatrenia vlády. Čínska ľudová banka (People's Bank of China – PBoC) napríklad neprijala žiadne významné stimulačné opatrenia a len mierne upravila úrokové sadzby rôznych úverových nástrojov (pozri graf 5). Pokiaľ ide o fiškálnu stránku, väčšina vládnej podpory bude pravdepodobne pochádzať z emisie účelovo viazaných dlhopisov na účely infraštruktúry. Zatiaľ sa neočakávajú žiadne komplexné stimulačné opatrenia, pokiaľ nedôjde k veľkému makroekonomickému šoku, zatiaľ čo vláda sa snaží prejsť na model rastu viac založený na spotrebe a znížiť trh s nehnuteľnosťami.

## 5. SPOTREBITEĽSKÁ NÁLADA V ČÍNE ZOSTÁVA SLABÁ, MENOVÁ POLITIKA SA VÝRAZNE NEUVOLŇUJE



## POZITÍVNA NÁLADA NA FINANČNÝCH TRHOCH – ALE S NEPATRNÝMI KOMPLIKÁCIAMI

O pozitívnu náladu investorov v posledných týždňoch sa postarali aj solídne ekonomické údaje, keďže pribúdali náznaky „mäkkého pristátia“ ekonomiky nielen v USA, ale aj v eurozóne. V tomto kontexte v posledných týždňoch index S&P 500 pokračoval v rastovom trende, ktorý sa začal na začiatku roka, hoci dynamika sa v poslednom čase čoraz viac spomaľovala, keďže vyhliadky na neskoršie zníženie úrokových sadzieb zo strany Fedu mali negatívny vplyv. Index Euro Stoxx 50 nasledoval tento trend. Zatiaľ čo investori do akcií sa mohli tešiť z dobrých hospodárskych údajov, investori do pevne úročených cenných papierov to mali ťažšie. Údaje o stabilnejšej inflácii v USA, silná ekonomika a vyhliadky na zníženie úrokových sadzieb zo strany Fedu v neskoršom období tohto roka viedli k rastu výnosov amerických dlhopisov. Výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov USA vzrástli od začiatku marca do polovice apríla o dobrých 35 bázických bodov. Výnosy 10-ročných nemeckých štátnych dlhopisov sa tomuto trendu úplne nevyhli, ale vzrástli len o necelých 5 bázických bodov (k 12. aprílu, pozri tabuľku).

Cena ropy na komoditných trhoch v posledných týždňoch pokračovala v raste, pričom hlavnými faktormi tohto vývoja boli pretrvávajúci nedostatok dodávok zo strany krajín OPEC a geopolitické napätie na Blízkom východe. V niektorých obdobiach cena ropy dosiahla 92 USD za barel, čo je najvyššia úroveň od októbra 2023. Cena zlata v posledných týždňoch tiež pokračovala v raste a dosiahla nové maximá. Tento drahý kov stál na vrchole necelých 2 400 USD za trójsku uncu. Domnievame sa, že hlavnými hnacími silami nedávnej rally sú pokračujúci vysoký dopyt súkromných investorov (správcov aktív a hedžových fondov) v dôsledku zvýšenej geopolitickej neistoty, pokračujúci dopyt po fyzickom zlate z regiónov bohatých na drahé kovy, ako sú Čína a India, ako aj dopyt centrálnych bánk po diverzifikácii vlastných rezerv. Podľa nášho názoru však rýchly rast v posledných týždňoch naznačuje aj vysokú mieru špekulácií na trhu, čo zvyšuje riziko korekcie. Výmenný kurz eura voči americkému doláru sa v sledovanom období mierne oslabil, čo bolo spôsobené najmä rastom výnosov v USA a oceňovaním skorého zníženia úrokových sadzieb v USA.

# Alokácia aktív – ako spravujeme náš mandát portfólia

Mierne lepšie vyhliadky 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	○	●	○
		Tichomorie (RT <sup>1</sup> )	○	○	●
		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)	○	●	○
	Komodity	Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)	○	○	●
		Olej	○	●	○
		Zlato	○	●	○

<sup>1</sup> RT= Rozvinuté trhy (Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)

# Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

## NEUTRÁLNY K GLOBÁLNYM AKCIÁM

Podporujú ho vyhliadky na odolný rast a prispôsobivejšie centrálné banky.

## NEUTRÁLNY K EURÓPSKYM AKCIÁM

Hospodárstvo stagnuje, ale objavujú sa náznaky zlepšenia. Trh práce však zostáva stabilný a klesajúca inflácia zvýši reálny príjem. ECB je na najlepšej ceste začať uvoľňovať sadzby v júni. Európske akcie ponúkajú dobré príležitosti pre investorov, ktorí sa zameriavajú na hodnotu a kvalitu.

## NEUTRÁLNY K AKCIÁM USA

Rast HDP nad úrovňou trendu, zároveň však pretrvávajúca inflácia – to zvyšuje neistotu v súvislosti s načasovaním a rozsahom cyklu uvoľňovania Fedu. Ocenenie je však vysoké a koncentrácia spoločností s najvyššou trhovou kapitalizáciou v indexe S&P 500 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 môže viac jastrabí Fed obmedziť rozsah cyklu uvoľňovania brazílskej ekonomiky. Geopolitické riziko sa zvyšuje v dôsledku napätia na Blízkom východe. Celkovo sú ocenenia pre akcie rozvíjajúcich sa trhov lacné. 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 dlhej fázy deflácie. Okrem toho nárast ziskov podnikov a reforma tokijskej burzy podporujú intenzívny spätný výkup akcií. Bank of Japan (BoJ) ukončila éru záporných sadzieb a upustila od politiky kontroly výnosovej krivky; tieto kroky však boli prijaté pozitívne, keďže guvernér BoJ Ueda zdôraznil, že BoJ má v úmysle riadiť sa údajmi a neponáhla sa s ďalšou normalizáciou menovej politiky. Napriek nedávnej výkonnosti nie sú ocenenia akcií drahé.

## ZVÝŠENIE VÁHY K GLOBÁLNYM DLHOPISOM

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

Podporuje ho klesajúca inflácia a ECB, ktorá je na dobrej ceste začať v júni uvoľňovať sadzby.

## NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM MIMO EMÚ

Lepková inflácia v USA zvyšuje riziko oneskorenia/zníženia rozsahu cyklu uvoľňovania Fedu.

## NEUTRÁLNY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V TVRDEJ MENE

Zaujímavé výsledky, ale radšej sa zameriavame na „vysokokvalitné dlhopisy“. Zostávame defenzívni a selektívni.

## ZVÝŠENIE VÁHY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V MIESTNEJ MENE

Klesajúca inflácia, najmä v Latinskej Amerike, a atraktívne carry. V krátkodobom horizonte ich však môže ovplyvniť viac jastrabí Fed/silnejší USD.

## ZNÍŽENIE VÁHY K PEŇAŽNÝM TRHOM

Zaujímavé výnosy, ale vzhľadom na očakávania zníženia sadzieb zo strany Fed a ECB uprednostňujeme investovanie do tried aktív s pevným výnosom, ako sú štátne dlhopisy a eurové podnikové dlhopisy s investičným stupňom.

## NEUTRÁLNY K ALTERNATÍVAM

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

## NEUTRÁLNY KU KOMODITÁM

Nízke zásoby ropy, zníženie produkcie OPEC+, geopolitické napätie a vyšší hospodársky rast zvrátili trend vývoja cien ropy. IEA v súčasnosti odhaduje, že zvýšený dopyt tlačí svetové trhy s ropou do mierneho deficitu ponuky. Okrem toho oživenie vo výrobe vysvetľuje nárast cien priemyselných kovov s výnimkou železnej rudy.

## NEUTRÁLNY K ZLATU

Zlato ťaží zo zvýšených nákupov centrálnych bánk, najmä Čínskej ľudovej banky po zmrazení devízových rezerv ruskej centrálny banky na základe rozhodnutia USA a EÚ, ako aj z očakávaní nižších sadzieb a geopolitickej neistoty.

## MENY

Vynikajúci rast v USA a trpezlivý Fed, ktorý sa chce vyhnúť ústupu vzhľadom na lepkavejšiu infláciu, by mali v druhom štvrtroku naďalej podporovať americký dolár.

# Ako investovať

Investičné nápady v aktuálnom scenári



## INVESTÍCIE DO AKCIÍ

### NAŠA PREDSTAVA: SVETOVÉ BANKY

Nie je žiadnym tajomstvom, že miliardár Warren Buffett miluje bankové akcie a vlastní ich už niekoľko desaťročí. Banky majú mnohé z vlastností, na ktorých Buffett trvá: slúžia dôležitým spoločenským potrebám, ich základný obchodný model je relatívne jednoduchý na pochopenie a napriek tomu, že kvalita aktív a štruktúra mnohých bánk sa od finančnej krízy v roku 2008 výrazne zlepšili, tento sektor sa stále obchoduje za výhodnú cenu.

Tento tretí bod by dnes nemohol byť presnejší: v jednoročnom forwardovom vyjadrení P/E sa sektor obchoduje na úrovni 9,4-násobku, čo predstavuje 47 % zľavu oproti trhu, v porovnaní s 15 – 30 % zľavou za posledných 25 rokov, mimo obdobia stresu. Európske banky sú ešte lacnejšie ako priemer, obchodujú sa s hodnotou 7,5-násobku P/E, čo je približne 35 % zľava oproti bankám USA. Pri hodnotení potenciálu bánk je ďalším kľúčovým ukazovateľom vývoj pomeru ceny k účtovnej hodnote (P/B) vo vzťahu k rentabilite vlastného kapitálu (ROE), keďže medzi nimi existuje strednodobá korelácia. V ideálnom prípade sa ROE a P/B pohybujú v tandeme: keď banka dosahuje vyššiu hodnotu ROE, investori sú pravdepodobne ochotní zaplatiť vyššiu cenu v porovnaní s účtovnou hodnotou, čo vedie k vyššiemu pomeru P/B. V prípade bánk v EÚ konsenzuálne odhady v súčasnosti očakávajú, že priemerná rentabilita vlastného kapitálu dosiahne do konca roka 2024 úroveň 11,2 %, a pri súčasnom pomere P/B na úrovni 0,86x existuje konštruktívny pohľad na ich potenciál priblížiť sa v tomto roku k oceneniu P/B na úrovni 1,0x.

V prostredí pozitívnych sadziieb a lepšej kapitalizácie bánk než kedykoľvek v minulosti celkovo vidíme, že tieto nenáročné ocenenia ponúkajú zaujímavý potenciál na opätovné zhodnotenie.

Po prekonaní pandémie prijali centrálné banky agresívne opatrenia na skrotenie inflácie, išlo najmä o rýchle zvýšenie sadziieb Fedu o 525 bázických bodov za dva roky, čo predstavuje najrýchlejší cyklus sprísňovania za posledné desaťročia a zvýšenie čistého úrokového výnosu bánk, ktorý vyjadruje rozdiel medzi úrokmi, ktoré banky získajú z úverov, a úrokmi, ktoré vyplácajú z vkladov. V roku 2024 investori očakávali obrat cyklu a začiatok fázy rýchleho uvoľňovania, pretrvávajúca inflácia a stabilný trh práce však čiastočne odsunuli zníženie sadziieb na rok 2025. Banky tak naďalej profitujú z makroprostredia a trajektória ich výnosov je pravdepodobne lepšia, ako sa zohľadnilo v ich prognózach, čo ponecháva priestor na pozitívne hodnotenia v nadchádzajúcej sezóne vykazovania výnosov. Optimizmus investorov okrem silných čistých úrokových výnosov podporujú aj prvé náznaky oživenia úverovej aktivity, rastúce očakávania rastu poplatkov a nižšie vnímané riziká spojené s kvalitou aktív, najmä v oblasti komerčných nehnuteľností, pričom index Stoxx Europe 600 Banks vzrástol od začiatku roka o 17,7 % (k 10. aprílu) na základe celkového výnosu a index S&P 500 Banks o 15,2 % v porovnaní so širším trhom, ktorý vzrástol o približne 10,1 %.

Nejde však len o ocenenie a makro. Z historického hľadiska bol finančný sektor plný platiteľov dividend a len málo spoločností vyplácalo konzistentnejšie dividendy ako banky. V posledných dvoch rokoch sa vďaka prudkému nárastu ziskov z čistých úrokových výnosov zvýšil celkový výnos, pretože vedúci pracovníci sa zamerali na dividendy a spätné odkúpenia, aby využili svoj prebytočný kapitál. Aj keď trh očakáva, že celkové kapitálové výnosy klesnú z rekordných hodnôt, konsenzuálne odhady celkových výnosov zostávajú na roky 2024 aj 2025 vysoké, pričom sa očakáva 6,9 %, resp.

7,4 % dividendový výnos európskych bánk v porovnaní so širším trhom na úrovni 2,2 %, resp. 2,4 %, a ďalších približne 5 % hotovosti sa ročne rozdelí akcionárom prostredníctvom spätného odkúpenia.

S blížiacim sa novým cyklom uvoľňovania menovej politiky sa citlivosť na úrokové sadzby stáva kľúčovým faktorom, ktorý treba sledovať. Z tohto dôvodu možno najzaujímavejšie príležitosti nájsť v bankách s nižšou citlivosťou na úrokové sadzby a diverzifikovanými zdrojmi príjmov, najmä poplatkami za správu aktív a podnikové a investičné bankovníctvo, ktoré pravdepodobne v strednodobom horizonte zabezpečia celkovú odolnosť, organickú tvorbu kapitálu a atraktívne rozdelenie akcionárom.

## INVESTÍCIE DO DLHOPISOV

### NAŠA PREDSTAVA: SILNÝ RAST V USA ODMEŇUJE NAJRIZIKOVEJŠIE TRIEDY AKTÍV

V prvom štvrtroku tohto roka zaznamenal dlhopisový trh jasnú dichotómiu medzi výkonnosťou štátnych dlhopisov a ostatných tried aktív s pevným výnosom.

Najmä štátne dlhopisy „jadrových“ krajín, ako sú USA a Nemecko, zaznamenali negatívnu výkonnosť v dôsledku výraznejšieho než očakávaného oživenia inflácie a ekonomiky. Týkalo sa to najmä Spojených štátov amerických, ktoré spochybnili začiatok cyklu znižovania sadzieb a v podstate odložili ich znižovanie od júna. Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu (Treasury) vzrástol z 3,88 % na začiatku roka na 4,20 % na konci marca. Sadzba 10-ročných dlhopisov Bund vzrástla o 30 bázických bodov a na konci štvrtroka dosiahla 2,30 %.

Naopak, sila americkej ekonomiky podporila ostatné triedy aktív s pevným výnosom. Najmä podnikové dlhopisy vďaka silným súvahám, ktoré zverejnili spoločnosti v Európe aj v USA, zaznamenali v tomto štvrtroku kladné výnosy: Európske cenné papiere s vysokým výnosom, ktoré sú zástupcom akciových trhov, vyniešli 1,60 %, zatiaľ čo dlhopisy investičného stupňa vzrástli o 0,40 %. Vďaka posilneniu amerického dolára na menových trhoch a významnému prílevu profesionálnych investorov dosiahli mimoriadne pozitívny výsledok aj dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov, keď od začiatku roka vzrástli o 4,40 %. V dôsledku toho sa rozpätia oproti štátnym dlhopisom v týchto triedach aktív naďalej znižovali a klesli pod dlhodobé historické priemery.

Výhľad dlhopisových trhov zostáva v najbližších mesiacoch mierne pozitívny. Predovšetkým si všimáme, že od začiatku roka sa korelácia medzi „jadrovými“ štátnymi dlhopismi a akciovými trhmi obrátila. Konkrétne v posledných rokoch obe triedy aktív rástli alebo klesali v rovnakom čase, ale od januára rally na akciových trhoch nenasledovali štátne dlhopisy. V tejto súvislosti sú štátne dlhopisy vo vyvážených mandátoch opäť stabilizujúcim faktorom portfólií, vďaka kladnému výnosu do splatnosti a kupónovým tokom, a takisto bezpečným aktívom v prípade rastúcej volatility na akciových trhoch.

V oblasti podnikových dlhopisov si zachováваме pozitívny postoj k úverom investičného stupňa, ktorých rizikovo upravené výnosy sú stále atraktívne, a to aj napriek podpriemernej úrovni rozpätia oproti štátnym dlhopisom. Ocenenie vysokokvalitných dlhopisov sa môže zdať nízke, ale spoločnosti majú silné základy a vysoké zisky, ktoré tieto úrovne ospravedlňujú a umožnia im prekonať akékoľvek budúce výkyvy na trhu.

Úver podporujú aj technické faktory. Prílev do tejto triedy aktív je naďalej veľmi silný a nárast ponuky nových emisií sa vďaka priaznivému prostrediu zatiaľ ľahko absorbuje. Mnohé z nových emisií na rok 2024 boli presunuté do prvých mesiacov roka a trh ich prijal pozitívne. Očakávame preto, že mierna úroveň budúcej ponuky cenných papierov bude podporným faktorom do konca roka 2024.

Napokon, z historického hľadiska je koniec cyklu zvyšovania sadzieb vhodným obdobím na investovanie do kvalitných podnikových dlhopisov. V predchádzajúcich cykloch rastu po dosiahnutí najvyšších sadzieb prinášali podnikové dlhopisy investičného stupňa v nasledujúcom roku až troch rokoch kladné výnosy. Aj keby sa tohtoročné plánované zníženie sadzieb oneskorilo nad rámec súčasných očakávaní, akýkoľvek pokles podnikových dlhopisov bude podľa nášho názoru pravdepodobne dočasný a na konci budú úrokové sadzby nižšie ako teraz, čo pre investorov znamená atraktívne potenciálne výnosy.



**VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU**

Od	12. 4. 23	12. 4. 19	12. 4. 20	12. 4. 21	12. 4. 22	12. 4. 23	12. 4. 19	1. 1. 24
Do	12. 4. 24	12. 4. 20	12. 4. 21	12. 4. 22	12. 4. 23	12. 4. 24	12. 4. 24	12. 4. 24
<b>Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
MSCI Svet (v USD)	20,9	-5,9	50,4	3,7	-3,5	20,9	72,4	6,3
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	7,7	-15,8	52,5	-13,9	-7,4	7,7	10,4	2,4
MSCI USA (v USD)	26,0	-1,6	53,4	6,3	-6,1	26,0	91,2	7,7
MSCI Európa (v EUR)	12,3	-11,9	33,2	9,0	5,2	12,3	51,5	6,5
MSCI AC Ázia Tichomorie (v USD)	10,5	-10,1	48,4	-13,9	-3,1	10,5	23,4	4,2
STOXX Europe 600 (v EUR)	12,5	-11,4	34,6	8,0	4,4	12,5	51,6	6,4
DAX 40 (Nemecko v EUR)	14,0	-11,5	44,0	-7,2	11,2	14,0	49,4	7,0
MSCI Taliansko (v EUR)	31,1	-17,7	39,0	4,0	16,9	31,1	80,8	13,1
ATX (Rakúsko, v EUR)	16,4	-28,7	49,7	4,5	4,6	16,4	34,0	5,0
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	4,0	2,6	22,0	14,5	-6,9	4,0	40,1	4,0
S&P 500 (USA, v USD)	25,5	-1,5	50,5	8,0	-5,3	25,5	91,6	7,9
Nikkei (Japonsko, v JPY)	43,0	-8,2	53,9	-9,1	9,1	43,0	99,4	19,0
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	-12,5	-3,6	34,0	-14,0	0,3	-12,5	-2,9	1,3
<b>Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	-4,9	21,9	-6,7	-7,1	-2,9	-4,9	-2,5	-4,0
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-2,2	14,4	-4,6	-6,0	-2,1	-2,2	-1,7	-2,6
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	2,7	6,9	7,8	-7,8	-1,7	2,7	7,2	-1,6
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	2,7	3,6	-0,2	-9,2	-11,0	2,7	-13,7	-1,9
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	4,2	3,6	2,6	-8,2	-10,2	4,2	-8,3	-0,8
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	6,6	-2,4	7,7	-7,1	-6,5	6,6	-2,4	0,4
<b>Výnosy dlhopisov (zmena v bázičných bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)</b>								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	107	-178	95	105	68	107	196	65
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	96	-189	43	162	112	96	222	62
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	45	-37	-111	169	124	45	190	47
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-3	-34	1	109	161	-3	228	34
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-12	-32	-26	107	174	-12	207	25
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-54	67	-123	156	213	-54	254	14
<b>Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičných bodoch)</b>								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-50	141	-167	31	18	-50	-26	-12
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-124	417	-472	51	87	-124	-43	-9
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-39	76	-93	36	29	-39	10	-20
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-97	293	-358	111	57	-97	11	-27
<b>Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičných bodoch)</b>								
Libor (USD, 3 mesiace)	33	-138	-103	85	421	33	299	0
Euribor (EUR, 3 mesiace)	75	9	-32	11	356	75	423	1
<b>Výmenné kurzy eura (zmena v %)</b>								
Americký dolár (EUR – USD)	-3,3	-3,5	9,5	-8,8	0,6	-3,3	-5,9	-3,6
Britská libra (EUR – GBP)	-3,0	1,6	-1,2	-3,5	5,5	-3,0	-1,0	-1,7
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-0,9	-6,6	4,2	-7,9	-2,7	-0,9	-14,2	4,9
Japonský jen (EUR – JPY)	11,1	-5,6	10,0	4,7	7,2	11,1	28,7	4,4
<b>Komodity (zmena v %)</b>								
Komoditný index (GSCI, v USD)	14,9	34,6	-4,0	13,3	1,6	14,9	73,3	14,1
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	1,1	-21,4	58,5	35,9	-22,8	1,1	33,2	7,7
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	18,4	29,8	3,1	13,9	1,6	18,4	86,7	16,8
Ropa (Brent, v USD za barel)	6,4	-55,6	99,8	65,2	-16,6	6,4	27,7	17,9

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 12. 4. 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. Pozrite si stránku <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 spoločnosť 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 reprodukovať 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 12. aprílu 2024.



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



**Adresa**  
Šancová 1/A,  
813 33 Bratislava



**Online**  
[unicreditgroup.eu/clientsolutions](https://unicreditgroup.eu/clientsolutions)