



» Čakanie na čerstvý vietor do plachiet

Investičná stratégia skupiny

Výhľad č. 4/2024

Index

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKROEKONOMIKA A TRHY	10
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	14
AKO INVESTOVAŤ	16

Zhrnutie

Čakanie na čerstvý vietor do plachiet



MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

USA aj eurozóna čelia významným hospodárskym zmenám. V USA sa zintenzívnili náznaky blížiaceho sa poklesu, keď ekonomika v prvom štvrtroku 2024 dosiahla najnižšiu úroveň za takmer dva roky. Rast HDP sa spomalil najmä v dôsledku zvyšovania deficitu obchodnej bilancie, ktoré výrazne ovplyvnilo dynamiku rastu. Súkromná spotreba, predstavujúca základ hospodárskej aktivity, síce vykázala určitú odolnosť, ale zaostala za očakávaniami. Spomalenie hospodárskeho rastu zhoršili aj záporné príspevky podnikových zásob a čistého vývozu. Spomalil sa rast počtu pracovných miest, pričom v apríli došlo k najpomalšiemu nárastu zamestnanosti mimo poľnohospodárstva za posledných šesť mesiacov a zároveň k zvýšeniu nezamestnanosti. Ďalšie oslabovanie americkej ekonomiky naznačili predstihové ukazovatele, ako je napríklad index ISM.

V eurozóne analytikov prekvapil nečakane solídny rast HDP v prvom štvrtroku 2024. K tomuto pozitívnemu výsledku prispeli lepšie hospodárske výsledky v kľúčových ekonomikách. Najmä v Nemecku a Taliansku rast podporil lepší zahraničný obchod, zatiaľ čo Francúzsko a Španielsko profitovali z oživenia domáceho dopytu. Eurozóna však naďalej zápasí s dezinfláciou: celková miera inflácie sa v apríli udržala na stabilnej úrovni, čo zakrýva protichodný vývoj cien energií a jadrovej inflácie.



CENTRÁLNE BANKY

Federálny rezervný systém (Fed) na svojom poslednom zasadnutí ponechal nezmenené úrokové sadzby, pričom sa odvolával na stagnáciu pri dosahovaní svojho 2-percentného inflačného cieľa a silnú hospodársku aktivitu. Predseda Fedu Powell vyjadril neistotu v súvislosti s načasovaním znižovania sadzieb, pričom zdôraznil potrebu trvalého pokroku smerom k inflačnému cieľu a snahu o prístup k menovej politike závislý od údajov. Trhové očakávania predpokladajú zníženie úrokových sadzieb počnúc septembrom v celkovom rozsahu 50 bázičných bodov (bps) na tento rok, pričom do roku 2025 sa predpokladá dlhodobé znižovanie bilancie. Na druhej strane v Európe sa očakáva, že Európska centrálna banka (ECB) tento rok zníži sadzby o 75 bázičných bodov a začne už na svojom najbližšom zasadnutí v júni, pričom znižovať bude postupne, aby zvládla riziká spojené s rastom aj dezinfláciou.



FINANČNÉ TRHY

Na finančných trhoch sa po aprílových neúspechoch v máji prejavilo oživenie spôsobené obavami z oneskoreného znižovania sadzieb zo strany Fedu. Zatiaľ čo index S&P 500 zaznamenal mierny pokles, európske indexy preukázali odolnosť, pričom nemecký DAX dokonca dosiahol nové historické maximum. Napriek globálnej neistote spoločnosti počas vykazovacej sezóny v prvom štvrtroku zväčša prekonal očakávania týkajúce sa zisku, čo podporilo náladu na trhu. Dlhopisové trhy spočiatku reagovali na revidované očakávania týkajúce sa sadzieb negatívne, ale keď sa trhy prispôbili, stabilizovali sa. Vďaka geopolitickému vývoju sa znížili ceny ropy, zatiaľ čo pri zlate sa v súvislosti s meniacami sa očakávaniami zníženia sadzieb prejavila volatilita. Euro mierne posilnilo voči americkému doláru, čo bolo odrazom vývoja dynamiky trhu a opatrení centrálnych bánk na jednotlivých kontinentoch.



List investičných riaditeľov

Čakanie na vietor do chrbta

Prvý polrok 2024 sa pomaly, ale isto blíži ku koncu a vývoj na kapitálovom trhu sa v tomto roku zatiaľ výrazne líši od scenára, ktorý sa očakával na konci minulého roka. V tom čase sa hovorilo o riziku recesie v USA. Okrem toho sa do konca roka 2024 počítalo s viacerými zníženiami úrokových sadzieb zo strany amerického Federálneho rezervného systému (Fed) – niekedy až so siedmimi zníženiami. Dnes už takmer nikto nehovorí o rizikách recesie v USA. A vzhľadom na silnú americkú ekonomiku, ktorá sa prejavuje aj pomalšou normalizáciou inflácie, sa veľká časť pôvodne ocenených predstáv o znížení sadzieb opäť vyplatila. V poslednom čase niektorí pozorovatelia trhu dokonca špekulujú o možnom ďalšom zvyšovaní úrokových sadzieb zo strany Fedu.

Obzvlášť pozoruhodný je obraz, ktorý vzniká pri porovnaní výkonnosti dlhopisových trhov s výkonnosťou akciových trhov od začiatku roka. V priemere majú eurové štátne dlhopisy zápornú celkovú výkonnosť – t.j. zmeny cien plus úrokové výnosy – približne $-1,5\%$, zatiaľ čo americké štátne dlhopisy majú dokonca zápornú celkovú výkonnosť takmer $-2,0\%$ (pozri tabuľku Vývoj vybraných indexov finančného trhu na konci publikácie). Na druhej strane európske akcie od začiatku roka vzrástli takmer o 8% a americké akcie takmer o 9% (pozri tabuľku). Výkonnosť v Európe je tiež pôsobivá. DAX vzrástol približne o $11,5\%$ a výkonnosť širšieho talianskeho akciového trhu bola ešte príjemnejšia (pozri tabuľku). Zároveň vzrástli výnosy 10-ročných nemeckých štátnych dlhopisov z necelých 2% na konci roka 2023 na súčasných približne $2,5\%$ a výnosy zodpovedajúcich 10-ročných amerických štátnych dlhopisov sa zvýšili z menej ako 4% na $4,5\%$. Výnosy ostatných štátnych dlhopisov v eurách tiež vzrástli, ako ukazuje príklad 10-ročných talianskych štátnych dlhopisov, aj keď v menšej miere ako pri nemeckých a amerických dlhopisoch.

Ako tento vývoj zapadá do kontextu stavu, v ktorom rastúce výnosy na dlhopisových trhoch boli v posledných rokoch vo všeobecnosti záťažou pre akciové trhy a eufóriu na konci minulého roka podnietili najmä nádeje na rýchle a výrazné zníženie úrokových sadzieb zo strany hlavných západných centrálnych bánk (najmä Fedu)? Podľa nášho názoru majú zásadný význam dve veci.

Po prvé, prekvapivá inflácia v USA, ktorá viedla k tomu, že trhy ocenili blížiacu sa výraznú zníženie úrokových sadzieb zo strany Fedu, kreslí obraz silnej americkej ekonomiky. Napriek vysokej úrovni úrokových sadzieb v USA sa ekonomike darí a americké spoločnosti stále vytvárajú prekvapivo vysoký počet nových pracovných miest, hoci dynamika sa v poslednom čase spomalila. Tento vývoj zdôrazňuje, že Fed je v súčasnosti v pohodlnej pozícii, keďže nemusí urýchlene a bezodkladne znižovať úrokové sadzby. V najbližších mesiacoch môže vyčkávať a sledovať hospodárske údaje. Prudká konjunktúra zároveň znamená vysoké zisky amerických spoločností, a teda aj dobré vyhliadky pre akcionárov.

Druhým faktorom, ktorý je dôležitý pre hodnotenie vývoja na akciových trhoch napriek vysokým úrokovým sadzbám, je zmena prístupu centrálnych bánk k menovej politike. V minulosti ich rozhodnutia v tejto oblasti vychádzali predovšetkým z vlastných strednodobých projekcií inflácie, napríklad na obdobie jedného až dvoch rokov. Pripravované zmeny parametrov menovej politiky, ako sú úrokové sadzby, boli spočiatku viazané na zmeny ich vlastných prognóz inflácie, hospodárskeho rastu atď. Investori teda ľahko predvídali budúci vývoj rozhodnutí o úrokových sadzbách. Táto vysoká úroveň predvídateľnosti a transparentnosti však zároveň znamenala, že aj malé zmeny v očakávaniach mali veľký význam. Niekedy zdanlivo váhavý postoj centrálnych bánk sa ukázal ako neadekvátny v čase postpandemických inflačných šokov.

Medzi začiatkom inflačného výkyvu a prechodom centrálnych bánk na rozhodný protiinflačný režim uplynulo veľa času, keďže na základe vlastných inflačných modelov sa predpokladal dočasný nárast miery inflácie. Centrálna banka reagovala na kritiku svojej váhavosti napriek už aj tak vysokej miere inflácie tým, že zmenili metodiku. Zdá sa, že namiesto toho, aby podobne ako v minulosti spájali svoje rozhodnutia v oblasti menovej politiky s (lahko predvídateľnými) ekonomickými modelmi, odvíjajú ich od mesačne uverejňovaných **štatistík inflácie**¹. Tieto štatistiky sú však nestále a zahŕňajú nepravidelné zložky (alebo je v nich štatistický „šum“²).

V dôsledku toho sa menová politika stáva pre investorov menej predvídateľnou. Na jednej strane to zvyšuje neistotu na trhoch, na druhej strane však účastníci trhu dnes zjavne pripisujú menší význam vyššej krátkodobej neistote. Táto neistota nevyplýva z nesúdržnosti a nejednotnosti centrálnej banky, ale jednoducho zo skutočnosti, že v súčasnom prostredí centrálna banka kladú väčší dôraz na to, aby sa ochladzovanie inflačného impulzu prejavilo aj v premenlivých mesačných údajoch. Inými slovami, zdá sa, že investori majú menší záujem o to, aby dokázali predpovedať presný začiatok cyklu znižovania sadzieb. Oveľa dôležitejšie je, aby sa zachovala očakávaná cesta normalizácie inflácie a aby zároveň nedošlo k prílišnému ochladeniu ekonomiky. Zdá sa, že obe podmienky sú v súčasnosti splnené, a preto boli akciové trhy napriek nedávnomu rastu výnosov relatívne uvoľnené.

Najnovšie hospodárske údaje ukazujú, že tento názor je úplne oprávnený. Najnovšie údaje z amerického trhu práce a ekonomiky poukazujú na želané spomalenie, ktoré však nepodnecuje varovné signály týkajúce sa rizík recesie. Aj bilančná sezóna za prvý štvrtrok potvrdzuje pozitívny vývoj cien akcií v posledných mesiacoch. Najväčšie americké spoločnosti kótované na kapitálovom trhu, ktoré už podali správu za prvý štvrtrok, zaznamenali priemerný nárast zisku približne o 5 %. Na druhej strane európske spoločnosti vykázali nepatrne nižšie zisky, hoci v priemere išlo o oveľa lepšie čísla, než sa očakávalo. Ak sú **konsenzuálne odhady**³ správne, v nasledujúcich rokoch možno očakávať výrazný nárast ziskov podnikov. V najbližších dvoch rokoch (t. j. v rokoch 2025 a 2026) trhy očakávajú dvojciferné miery rastu príjmov v USA. Aj keď sú príslušné očakávania pre Európu o niečo zdržanlivejšie – v priemere necelých 10 % – takéto miery rastu by mali takisto podporiť ceny akcií. Zaujímavým detailom je, že nemecké spoločnosti, ktoré sú niekedy vnímané mimoriadne kriticky, majú na roky 2025 a 2026 porovnateľne vysoké očakávania rastu zisku. Len v tomto roku bude nárast zisku v Nemecku pravdepodobne výrazne nižší ako v USA.

Situácia teda celkovo naznačuje priaznivý vývoj na akciových trhoch v nasledujúcich štvrtrokoch. Napriek tomu uprednostňujeme vyvážené zastúpenie akcií a dlhopisov. Máme na to dva dôvody. Prvý z nich je, že hoci náš základný uvedený scenár je pozitívny, netreba ignorovať spomínané riziká. Podľa nášho názoru jedno veľké riziko vyplýva z prekvapujúcej sily americkej ekonomiky. Skutočnosť, že ekonomika na druhej strane Atlantiku je prekvapujúco odolná proti vysokým úrokovým sadzbám, môže byť spôsobená tým, že úroveň úrokových sadzieb stále nie je natoľko reštriktívna, aby dostatočne rýchlo ochladila inflačné impulzy. Inými slovami, mohlo by sa stať, že Fed svojou súčasnou menovou politikou síce spomaľuje, ale zatiaľ nie dostatočne výrazne na to, aby v prijateľnom čase stlačil infláciu na cieľovú úroveň 2 %. Ako už bolo uvedené, bol by to znak sily americkej ekonomiky. Dodatočné zvýšenie úrokových sadzieb, ktoré by bolo v tomto prípade potrebné, by však trhy zastihlo nepripravené a pravdepodobne by viedlo k dočasnému poklesu cien, od ktorého by sa európske trhy zrejme nedokázali odpútať.

Po druhé, hoci očakávania ročného rastu ziskov vo výške 8 – 10 % naznačujú potenciál výnosu akcií v podobnej výške, trhy už tento potenciál (aspoň čiastočne) predvídali svojím rastom v posledných mesiacoch. Okrem toho dlhopisy majú potenciál výnosu, ktorý bude pravdepodobne nižší ako výnos akcií, ale v porovnaní s akciami je z hľadiska rizika v zásade zaujímavý (rizikový scenár, v ktorom úrokové sadzby centrálnych bánk zostanú vysoké alebo dokonca dlhšie porastú, by však mohol byť opäť sprevádzaný rastom výnosov, a teda aj cenovými stratami). Inými slovami, investori by pri svojich investičných úvahách o vyvážených portfóliách nemali ignorovať ani akcie, ani dlhopisy.

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

¹ Takýto prístup sa niekedy označuje aj ako „závislý od údajov“. Do istej miery však ide o nevhodný pojem, pretože od údajov je závislá aj metodika založená na modeli. V poslednom čase sa skôr stáva, že sa vytvorí závislosť od krátkodobých a niekedy rušivých údajov.

² Pojem „šum“ pôvodne pochádza z fyziky, kde sa ním vo všeobecnosti rozumie rušivá premenná so širokým, nešpecifickým frekvenčným spektrom.

³ Konsenzuálny odhad je medián v rozdelení jednotlivých odhadov. Medián je hodnota, ktorá leží presne v strede radu údajov usporiadaného podľa veľkosti. Rozdeľuje rad údajov tak, že jedna polovica údajov leží pod a druhá nad mediánom usporiadaného radu.

V centre pozornosti

Prezidentské voľby v USA: čo plánujú kandidáti v prípade znovuzvolenia

Investori netrpezlivo očakávajú prvý novembrový utorok, keď bude zvolený nový prezident USA. Republikánske a demokratické primárky, ktoré sa konali od začiatku januára, sú už rozhodnuté. Opäť pôjde o duel medzi súčasným a bývalým prezidentom USA: Joeom Bidenom a Donaldom Trumpom. Začiatkom februára sme sa venovali tomu, ako sa vyrovnat' so zvýšenou neistotou pred voľbami v USA. V tejto časti V centre pozornosti sa bližšie pozrieme na politický rozmer tohto súboja. Zdôrazňujeme najmä dôsledky prípadného Bidenovho volebného víťazstva, ako aj pravdepodobné zmeny, ktoré by mohlo priniesť prípadné Trumpovo víťazstvo pre európske hospodárstvo.

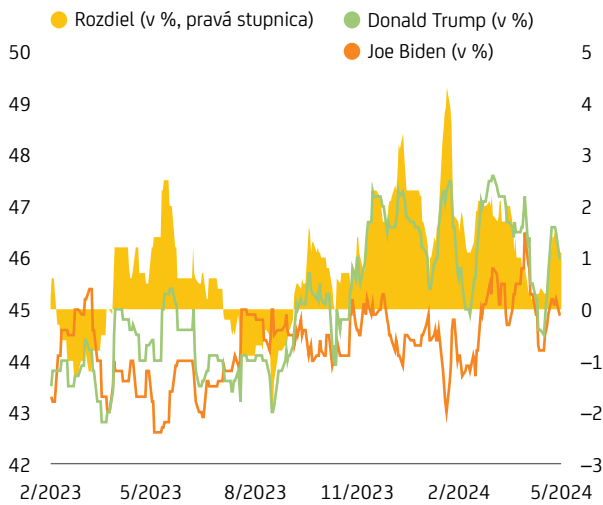
DUEL MEDZI BIDENOM A TRUMPOM JE STÁLE OTVORENÝ

Bidenovi sa zatiaľ takmer nepodarilo využiť skutočnosť, že hospodárstvo USA dosahuje stále dobré výsledky (pozri časť Hospodárstvo a trhy). V najnovších prieskumoch sú Biden a Trump naďalej blízko seba a v súčasnosti nie je možné predpovedať, kto v novembri zvíťazí (pozri graf 1). Existuje tiež veľká skupina nerozhodnutých voličov, ale vzhľadom na **volebný systém USA**⁴ majú celoštátne prieskumy verejnej mienky obmedzenú hodnotu. Amerických voličov pravdepodobne najviac zaujíma, ako sa vyvíja ich osobná ekonomická situácia. Za Bidena sú však v otázke ekonomiky tvrdohlavo pesimistickí (pozri graf 1). Pre investorov však budú v súvislosti s voľbami pravdepodobne najdôležitejšie ekonomické otázky.

⁴Prezidenta USA nevolia priamo občania. V jednotlivých štátoch je vymenovaných 538 voličov, ktorí patria do tzv. zboru voliteľov. Aby bol kandidát zvolený za budúceho prezidenta, potrebuje 270 hlasov z tohto zboru.

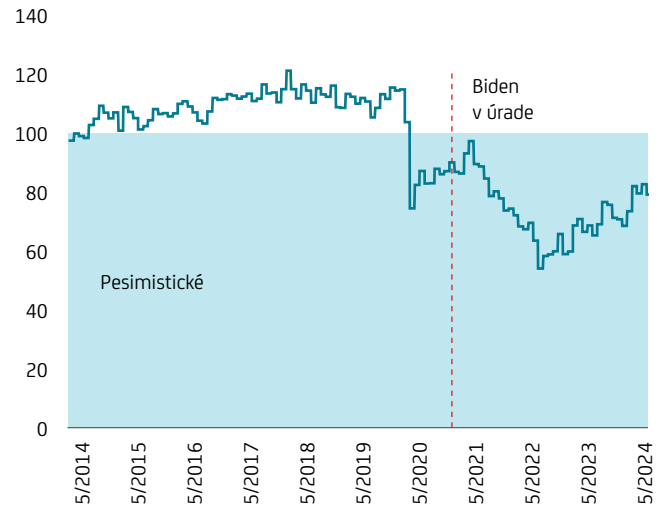
1. TRUMPOV NÁSKOK PRED BIDENOM SA V POSLEDNOM ČASE ZNÍŽIL, ALE AMERICKÍ VOLIČI SÚ NAPRIEK SILNEJ EKONOMIKE STÁLE PESIMISTICKÍ

PRÍEMERNÉ VÝSLEDKY NÁRODNÉHO PRIESKUMU VEREJNEJ MIENKY BIDEN OPROTI TRUMPOVI



HODNOTENIE HOSPODÁRSKEJ SITUÁCIE

● Súčasnú ekonomickú situáciu (indexové body)



Poznámka: Graf naľavo zobrazuje priemernú hodnotu viacerých prieskumov. Spoločnosť RealClearPolitics zhromažďuje prieskumy verejnej mienky od rôznych prieskumných inštitútov a vypočítava z nich priemernú hodnotu. Cieľom takéhoto postupu je kompenzovať náhodné odchýlky alebo systematické skreslenia jednotlivých inštitútov. Prehľad Michiganskej univerzity Súčasnú podmienky (Current Conditions) v grafe vpravo ukazuje, ako americkí spotrebitelia hodnotia súčasnú ekonomickú situáciu v krajine. Index sa vypočítava každý mesiac na základe telefonického prieskumu najmenej 500 amerických domácností, ktorý vykonáva Michiganská univerzita s cieľom vypočítať päť rôznych indexov vrátane tohto. Respondentom sa okrem iného kladú tieto otázky: 1. Či je finančná situácia ich rodín lepšia alebo horšia ako pred rokom a 2. Či je vhodný čas na nákup veľkých položiek do domácnosti a iné veľké nákupy.

Zdroj: Real Clear Politics, University of Michigan, Bloomberg, Investičná stratégia UniCredit Group

Sledované obdobie: 1. 1. 2023 – 8. 5. 2024 (ľavý graf) a 8. 5. 2014 – 8. 5. 2024 (pravý graf)

V ďalšej časti sa budeme venovať prioritám prezidentských kandidátov v oblasti hospodárstva, ale aj v rôznych oblastiach politiky a vo vzťahu ku geopolitickým krízam a výzvam.

POROVNANIE TRUMPA A BIDENA: AKÉ POZÍCIE KANDIDÁTI ZASTÁVAJÚ?

Dane/sadzby: Biden je za zvýšenie sadzby dane z príjmov právnických osôb na 28 %, čím by sa priblížila k sadzbe 35 %, ktorá platila pred Trumpovým nástupom do funkcie. Navrhuje tiež prijať opatrenia proti vyhýbaniu sa plateniu daní zo strany veľkých nadnárodných spoločností a zvýšiť daňové sadzby pre najbohatších Američanov. Za potrebné a správne považuje aj rozšírenie daňových úľav pre osoby a rodiny s nízkymi príjmami. Na druhej strane Trump plánuje predĺžiť platnosť právnych predpisov, ktoré podpísal v roku 2017. Tým by sa predĺžilo zníženie dane z príjmu fyzických osôb, ktoré čoskoro vyprší, a zníženie dane z dedičstva a dane z majetku, ktoré by sa prípadne stalo trvalým. Chce zachovať sadzbu dane z príjmov právnických osôb vo výške 21 %. Rastúci štátny dlh však výrazne obmedzuje fiškálny manévrovací priestor. Trump tiež presadzuje **merkantilistickú**⁵ obchodnú politiku. Navrhuje všeobecné clo vo výške 10 % na všetok dovoz USA a 60 % na dovoz z Číny.

Priemyselná politika a zmena klímy: Prioritami oboch vlád bude pravdepodobne obnova priemyselných kapacít, najmä prostredníctvom tzv. **nearshoringu**⁶, a ďalšie zvyšovanie bezpečnosti dodávateľských reťazcov. Ich prístupy by sa však pravdepodobne výrazne líšili. Biden zákonom o znížení inflácie (Inflation Reduction Act – IRA) presadil historické **investície vo výške približne 370 miliárd USD**⁷ v priebehu 10 rokov do udržateľnej transformácie hospodárstva a spoločnosti a spustil rozmach výroby ekologickej energie. Ďalšie dva hlavné programy na podporu hospodárstva – zákon o rozvoji infraštruktúry a zamestnanosti a zákon o CHIPS a vede – boli schválené veľkou väčšinou demokratov a republikánov a tiež sú dlhodobé. Biden stanovil nové ambiciózne ciele v oblasti znižovania emisií skleníkových plynov a CO₂. Za Trumpa hrozí rušenie: chce zrušiť IRA a sľúbil zvýšiť domácu ťažbu ropy a zemného plynu. Zdá sa tiež, že nevyužitú kapacitu z IRA by za Trumpa mohli prúdiť do odvetví a oblastí, ktoré nezodpovedajú skutočnému účelu programu.

Čínsko-taiwanské vzťahy: V USA existuje konsenzus medzi jednotlivými stranami, že Čína treba vnímať ako súpera a že prekážky obchodu sú potrebné nielen na zabezpečenie národnej a hospodárskej bezpečnosti, ale aj technologického náskoku USA. Napriek tomu existujú rozdiely v prístupe jednotlivých vlád. Hoci Biden zrušil mnohé z Trumpových opatrení, z vnútropolitických

⁵Merkantilizmus označuje hospodársku politiku charakterizovanú masívnymi zásahmi štátu do hospodárstva v období absolutizmu v 16. až 18. storočí. Snaží sa maximalizovať vývoz a minimalizovať dovoz prostredníctvom reštriktívnych obchodných praktík.

⁶Nearshoring je presun prevádzkových činností do susedných alebo blízkych krajín.

⁷Patria sem podpora energie z obnoviteľných zdrojov, bonusy na nákup elektromobilov, daňové úľavy pre tepelné čerpadlá a solárne systémy, ako aj poplatok za emisie metánu.

dôvodov sa pravdepodobne rozhodol zachovať clá svojho predchodcu na čínsky dovoz. V polovici mája prudko zvýšil clá na elektromobily, solárne články, polovodiče a zdravotnícke výrobky z Číny. Jeho politika voči Číne zohľadňuje prevládajúce protičínske nálady medzi obyvateľmi USA a zároveň sa snaží minimalizovať politické náklady. Na druhej strane, vzhľadom na to, že Trump oznámil zavedenie neúnosne vysokých dovozných ciel na čínsky tovar vo výške 60 %, v jeho druhom funkčnom období hrozí nová obchodná vojna. Azda najviditeľnejší rozdiel medzi Bidenovou a Trumpovou politikou voči Číne spočíva v postoji k Taiwanu. Biden dal jednoznačne najavo, že USA budú brániť Taiwan v prípade útoku zo strany Číny, a vyslovil sa za posilnenie spojenectva v indicko-tichomorskom regióne. Trump medzitým označil Taiwan za hospodárskeho konkurenta, ktorý „okráda“ americké spoločnosti. Trumpova ľahostajnosť voči Taiwanu viedla Čínu k špekuláciám, že v prípade jeho víťazstva vo voľbách by USA mohli tento ostrov opustiť.

Rusko-ukrajinská vojna: USA sa považujú za najdôležitejšieho spojenca Ukrajiny, na ktorú útočí Rusko, a sú zďaleka najväčším darcom zbraní a vybavenia. Po schválení novej pomoci pre Ukrajinu v Snemovni reprezentantov USA koncom apríla, po mesiacoch vnútropolitickej patovej situácie, Biden okamžite nariadil nové dodávky zbraní a varoval, že Rusko by mohlo v ďalšom kroku zaútočiť na partnera NATO. Trump, ktorý opakovane prejavil svoj obdiv k ruskému prezidentovi Putinovi, varoval, že „bude nabádať“ Rusko, aby si s krajinami NATO „robilo, čo chce“, pokiaľ si títo spojenci nebudú plniť svoje finančné záväzky voči bloku. Plánuje znížiť alebo dokonca ukončiť účasť USA na európskej obrane. Odvtedy síce svoju rétoriku zmiernil, ale neopomenul vyzvať Európanov, aby viac podporovali Ukrajinu v obrane proti Rusku. Zároveň nedávno s nezvyčajnou jasnosťou zdôraznil, že „prežitie Ukrajiny“ je dôležité aj pre USA.

Konflikt na Blízkom východe: USA a Izrael sú tradičnými spojencami. Hoci súčasný americký prezident stojí pevne na strane Izraela, v poslednom čase čoraz viac kritizuje izraelského premiéra Benjamina Netanjahu za jeho postup vo vojne v Gaze. Biden vyzýva na prímerie a pozastavenie dodávok zbraní v dôsledku obáv z izraelskej ofenzívy v Rafahu. Je pod rastúcim vnútropolitickým tlakom, čo by pre neho mohlo byť v predvolebnom období nebezpečné. Mnohí mladí voliči, z ktorých väčšina v minulosti inklinovala k demokratom, neschvaľujú jeho postup vo vojne v Gaze. Trump, ktorý sa často chváli svojou podporou Izraela, sa domnieva, že Izrael musí „dokončiť, čo začal“, svoje výroky však nespresnil. Trump zatiaľ neodpovedal ani na otázku, ako by v prípade znovuzvolenia riešil zložitú konfliktnú situáciu na Blízkom východe.

(Nelegálne) prisťahovalectvo: V otázke prisťahovalectva je Trump považovaný za zástancu reštriktívnej prisťahovaleckej politiky a nacionalistickejšieho prístupu, ktorý obmedzuje prijímanie utečencov a sťažuje žiadateľom o azyl získanie ochrany v USA. Vedie Američanov k presvedčeniu, že USA zaplaví migračná vlna. V reakcii na to prezident Biden, ktorý vo všeobecnosti uprednostňuje humanitárne hľadisko, čoraz viac upriamuje pozornosť na južnú hranicu a hrozí, že prijme výkonné opatrenia na zastavenie toku ľudí smerujúcich na sever. Pravdepodobne však bude naďalej podporovať komplexnú imigračnú reformu vrátane cesty k občianstvu pre prisťahovalcov bez dokladov.

Zdravotníctvo: Zatiaľ čo Bidenova politika v oblasti zdravotnej starostlivosti sa bude pravdepodobne naďalej zameriavať na prerozdeľovacie iniciatívy s cieľom rozšíriť prístup k zdravotnej starostlivosti, Trump by uprednostnil slobodu voľby a transparentnosť. Najväčším sporným bodom je budúcnosť zákona o dostupnej zdravotnej starostlivosti (ACA, známy aj ako Obamacare) z roku 2010, ktorý Biden sľúbil posilniť a Trump zrušiť alebo nahradiť. Dôraz sa kladie aj na obmedzenie rastu cien, najmä liekov. Ďalším konfliktným bodom sú interrupcie, a to po tom, ako Najvyšší súd USA v júni 2022 zrušil precedens Roe/Wade z roku 1973, ktorý všetkým ženám v krajine priznával právo na interrupciu. Nová Bidenova vláda by pravdepodobne usilovala o obnovenie celoštátneho prístupu k interrupciám a rozšírenie reprodukčných práv. Na druhej strane, za Trumpa možno očakávať ďalšie obmedzenia potratov a reprodukčných práv.

MOŽNÉ DÔSLEDKY PRE HOSPODÁRSTVO A TRHY, NAJMÄ V EURÓPE

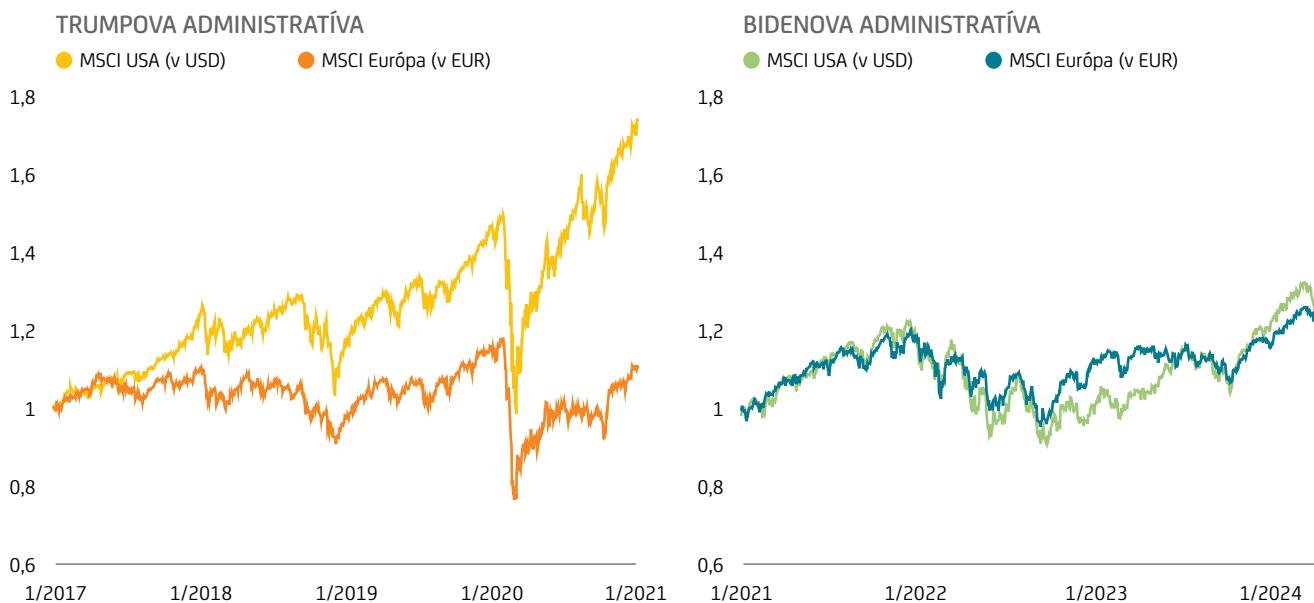
Dvojstranný obchod medzi EÚ a USA dosiahol v roku 2023 historicky najvyššiu hodnotu približne 1,6 bilióna eur (zdroj: Európska komisia). Podľa analýzy spoločnosti Morgan Stanley generujú európske spoločnosti približne 25 % svojich tržieb väznených trhovou kapitalizáciou v USA.

Bez ohľadu na to, kto bude v novembri zvolený do Bieleho domu, perspektíva protekcionistickej politiky USA z posledných rokov pravdepodobne zostane zachovaná. Dá sa očakávať, že Trump bude presadzovať politiku, ktorá bude v zásade priaznivá pre podnikanie, čo by mohlo byť výhodné nielen pre americké, ale aj pre európske podniky, najmä pre tie, ktoré majú v USA dcérske spoločnosti. Napriek tomu by sa riziká pre časti európskeho akciového trhu mohli v prípade Trumpovho volebného víťazstva zvýšiť vzhľadom na očakávané sprísnenie politiky v duchu America First. Bez

ohľadu na výsledok volieb bude európske hospodárstvo orientované na vývoz musieť čeliť výzve tohto nového hospodárskeho nacionalizmu, a to nielen v oblasti obchodných a hospodárskych vzťahov. Napríklad v právnych predpisoch USA týkajúcich sa klímy sú dotácie a daňové stimuly viazané na výrobu v USA.

Pohľad na trhy ukazuje, že široký americký akciový trh dokázal počas Trumpovho prvého funkčného obdobia vo funkcii prezidenta USA výrazne posilniť (s vysokou volatilitou). Je však pravdepodobnejšie, že išlo o dôsledok vtedajšej expanzívnej menovej politiky a silného globálneho hospodárskeho rastu. Hoci Európa vo všeobecnosti zaostáva za vysoko rastúcimi americkými akciami, európske akcie mali v rokoch Trumpovej vlády slabšiu výkonnosť než za súčasnej Bidenovej administratívy (pozri graf 2). Aj keď hrozba nových alebo vyšších ciel na dovoz z EÚ a Číny zrejme ovplyvní náladu voči európskym (a čínskym) akciám, domnievame sa, že investori by sa mali držať svojich základných strednodobých až dlhodobých plánov. Zásadný význam má naďalej vhodná diverzifikácia portfólia vrátane diverzifikácie medzi regiónmi.

2. AMERICKÉ AKCIE ZAZNAMENALI POD TRUMPOM VYŠŠIU VÝKONNOSŤ



Poznámka: Časové rady indexované ku dňu zloženia prísahy Trumpa 20. januára 2017 a Bidena 20. januára 2021. 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

Sledované obdobie: 20. 1. 2017 – 20. 1. 2021 (ľavý graf) alebo 20. 1. 2021 – 8. 5. 2024 (pravý graf).

Makroekonomika a trhy

Centrálne banky sa držia výhľadu úrokových sadziieb

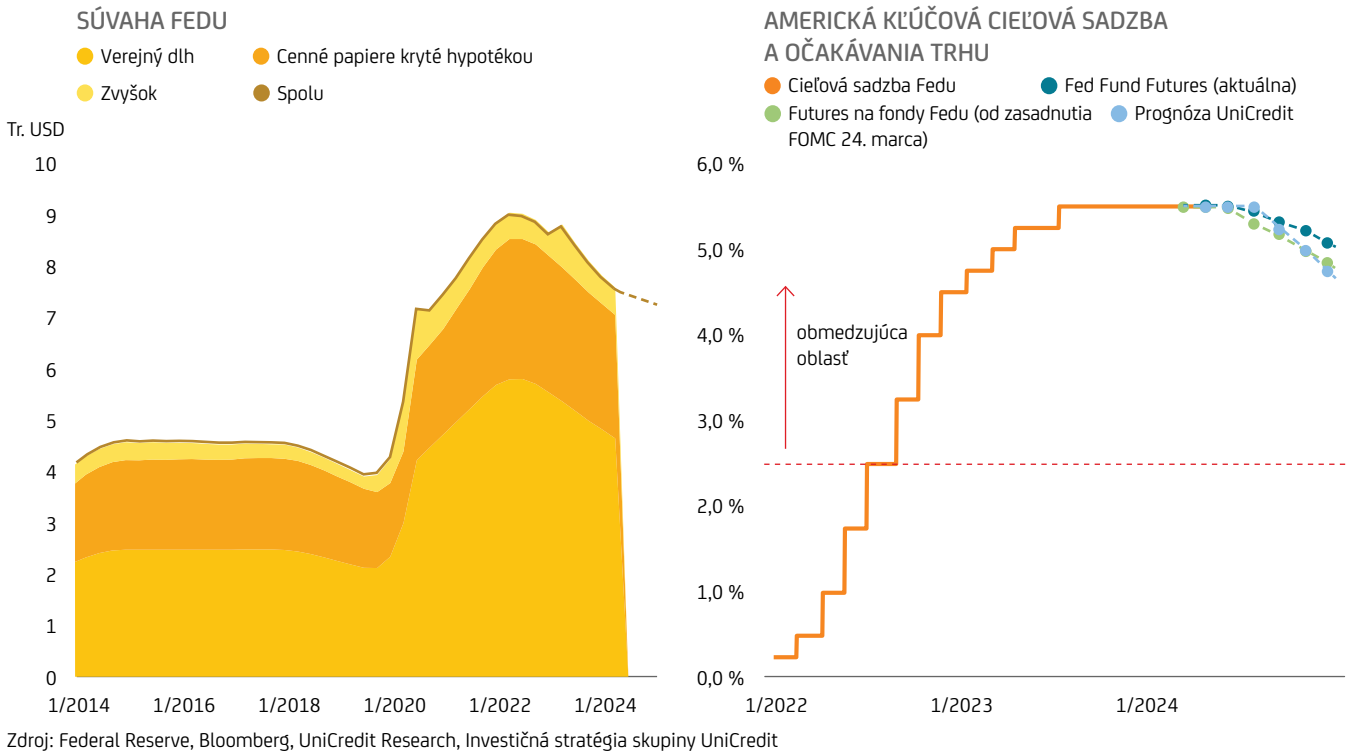
PRÍZNAKY HOSPODÁRSKEHO POKLESU V USA SA ZVYŠUJÚ, FED POTVRDIL VÝHĽAD INFLÁCIE A ÚROKOVÝCH SADZIEB NA ROK 2024

V prvom štvrtroku 2024 klesla ekonomika USA na najnižšiu úroveň za takmer dva roky. Hrubý domáci produkt (HDP) rástol medziročným štvrtročným tempom 1,6 %, čo bolo slabšie, ako sa očakávalo. Dôvodom je predovšetkým zvýšený deficit obchodnej bilancie, ktorý tlmil rast viac ako kedykoľvek od roku 2022. Hlavným pilierom hospodárstva zostala súkromná spotreba, hoci bola tiež slabšia, než sa očakávalo. Na druhej strane mali negatívny vplyv podnikové zásoby a čistý vývoz. Na trhu práce sa počet zamestnancov mimo poľnohospodárstva v apríli zvýšil len o 175 000, čo je najpomalšie tempo za posledných šesť mesiacov, pričom miera nezamestnanosti vzrástla na 3,9 % a rast miezd sa spomalil. Počet odpracovaných hodín za týždeň tiež mierne klesol na 34,3 a v poslednom čase sa zhoršil aj obraz predstihových ukazovateľov v USA. Napríklad index nákupných manažérov ISM (Institute for Supply Management) pre sektor služieb klesol v apríli pod hranicu 50, čo naznačuje spomalenie ekonomiky. Cenový ukazovateľ, ktorý uprednostňuje americký Federálny rezervný systém (Fed), tzv. **deflátor PCE**⁸, v marci nedávno mierne vzrástol na 2,7 % medziročne (z 2,5 % v predchádzajúcom mesiaci), keď to už naznačil posledný nárast inflácie spotrebiteľských cien.

Fed na svojom poslednom zasadnutí v máji ponechal úrokové sadzby nezmenené a oznámil, že od júna spomalí tempo kvantitatívneho sprísňovania (znižovania bilancie centrálnej banky). Rozhodnutie ponechať hlavnú úrokovú sadzbu na úrovni 5,50 % (horná hranica) sa všeobecne očakávalo. Vo vyhlásení po zasadnutí sa uvádza, že „v posledných mesiacoch nedošlo k ďalšiemu pokroku smerom k 2 % inflačnému cieľu Výboru“ po troch mesiacoch prekvapivého rastu inflácie a pokračujúcej silnej hospodárskej aktivity a zamestnanosti. Predseda Fedu Powell na tlačovej konferencii uviedol, že dosiahnutie „väčšej dôvery“ (pokiaľ ide o trvalý posun inflácie smerom k 2 %), ktorú Výbor pre menovú politiku Fedu potrebuje vidieť pred znížením sadziieb, bude pravdepodobne trvať dlhšie, než sa očakávalo. Na rozdiel od marca Powell nepovedal, že zníženie sadziieb je v tomto roku pravdepodobné. Namiesto toho uviedol: „Existujú cesty, ktoré vedú k zníženiu sadziieb, a existujú cesty, ktoré k zníženiu sadziieb nevedú.“ Odmietol však špecifikovať pravdepodobnosť jednotlivých ciest. Vo svojom základnom scenári však stále očakáva, že inflácia sa v tomto roku spomalí, hoci teraz si je zrejme menej istý ako predtým. Napriek tomu zdôraznil, že ďalším krokom v oblasti úrokových sadziieb „pravdepodobne nebude zvýšenie“. Pokiaľ ide o súvahu centrálnej banky, Fed sa drží svojho plánu znižovania (pozri graf 3). Oznámenie o spomalení znižovania bilancie účastníci trhu zväčša očakávali, aj keď zníženie mesačného stropu pre splácanie štátnych dlhopisov zo 60 miliárd USD na len 25 miliárd USD bolo o niečo väčšie, než sa všeobecne očakávalo. Naďalej predpokladáme, že zníženie úrokových sadziieb v tomto roku, ktoré sa pravdepodobne začne v septembri, bude predstavovať kumulatívne 75 bázických bodov. Očakávame tiež, že pomalšie tempo znižovania bilancie bude pokračovať minimálne do konca tohto roka a pravdepodobne aj v prvej polovici budúceho roka (graf 3).

⁸Deflátor PCE je alternatívny ukazovateľ na meranie inflácie v USA, ktorý vychádza z údajov o výdavkoch na osobnú spotrebu, a preto pokrýva väčšiu vzorku ako koš tovarov, na ktorom je založená inflácia spotrebiteľských cien.

3. FED SPOMALUJE TEMPO ZNIŽOVANIA BILANCIE, UNICREDIT OČAKÁVA TRI ZNÍŽENIA SADZIEB DO KONCA ROKA 2024



EKONOMIKA EUROZÓNY SA ZOTAVUJE VIAC, AKO SA OČAKÁVALO, DEZINFLÁCIA POKRAČUJE

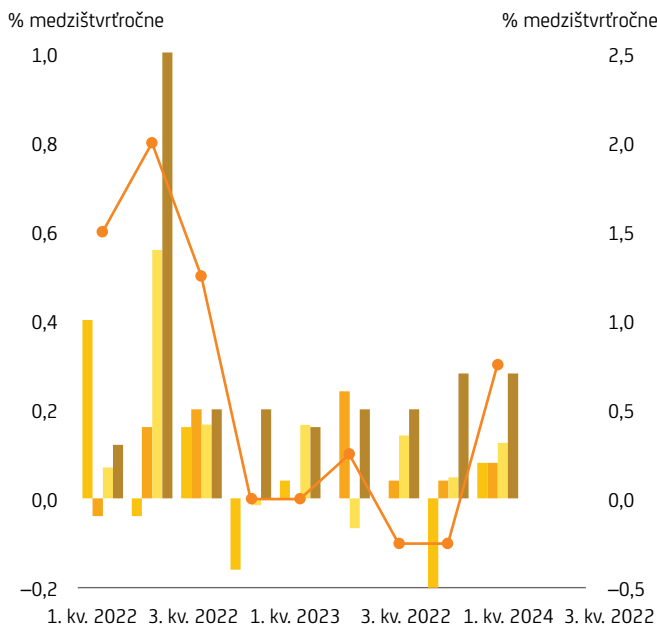
Hospodárstvo eurozóny v prvom štvrtroku 2024 prekvapilo nečakane solídny rastom HDP o 0,3 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom (pozri graf 4). Dôvodom je lepší hospodársky vývoj v Nemecku (0,2 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom), Taliansku (0,3 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom), Francúzsku (0,2 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom) a Španielsku (0,7 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom). K rastu v Nemecku a Taliansku prispelo najmä zlepšenie zahraničného obchodu, zatiaľ čo Francúzsko a Španielsko ťažili z oživenia domáceho dopytu. Pokiaľ ide o infláciu, celková miera inflácie v eurozóne zostala v apríli medziročne nezmenená na úrovni 2,4 %, čo bolo v súlade s konsenzuálnymi očakávaniami (graf 4). Táto stabilita však skrývala jasné a protichodné pohyby smerom nahor a nadol. Na jednej strane ceny energií v apríli vzrástli, čo bolo spôsobené najmä zvýšením cien pohonných hmôt. Na druhej strane jadrová inflácia (celková miera inflácie bez energií a potravín) v apríli klesla na 2,7 % (v porovnaní s 2,9 % v marci), a teda bola len mierne nad očakávaniami. Potešiteľné je, že klesla najmä inflácia v službách, ktorá je kľúčovým faktorom jadrovej inflačnej miery. Hoci konečné údaje ešte nie sú k dispozícii, je pravdepodobné, že tento pokles vysvetľuje kombinácia klesajúcich nákladov na dopravu a na ubytovanie v hoteloch a návštevu reštaurácií.

Po tom, ako Európska centrálna banka (ECB) na svojom poslednom zasadnutí v apríli ponechala kľúčové úrokové sadzby nezmenené a naznačila možnosť prvého zníženia sadzieb v júni, keď budú k dispozícii nové prognózy rastu a inflácie, tieto údaje pravdepodobne podporia výhľad centrálnej banky. Hlavný ekonóm ECB sa nedávno priaznivo vyjadril k najnovším údajom z eurozóny, ktoré potvrdzujú jeho názor, že inflácia sa opäť blíži k cieľovej hodnote 2 %. Na druhej strane iní predstavitelia ECB, napríklad šéf Bundesbank Nagel a šéf rakúskej národnej banky Holzmann, varujú pred príliš rýchlym znižovaním úrokových sadzieb, keďže základný inflačný tlak by mohli udržať najmä štrukturálne faktory (napr. pokračujúci vysoký rast miezd, ktorý je možný v dôsledku demografického vývoja). Naďalej predpokladáme, že ECB v tomto roku zníži kľúčové úrokové sadzby o 75 bázických bodov, pričom prvé zníženie sadzieb sa uskutoční pravdepodobne v júni, ale vzhľadom na neistý vývoj dezinflácie sa bude znižovanie realizovať len pomaly.

4. EUROZÓNA: RAST SA V PRVOM ŠTVRTĽOKU ZRÝCHĽUJE, INFLÁCIA NAĎALEJ KLEŠÁ

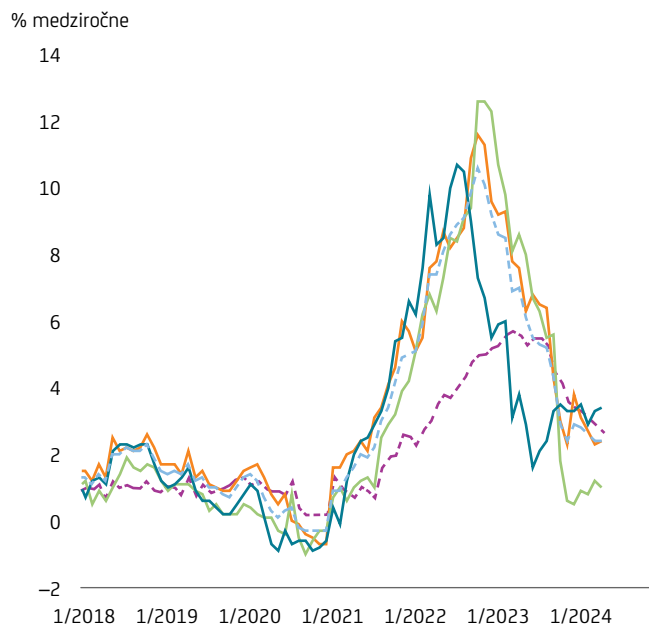
RAST HDP

- Nemecko (pravá stupnica)
- Taliansko (pravá stupnica)
- Eurozóna
- Francúzsko (pravá stupnica)
- Španielsko (pravá stupnica)



VÝVOJ INFLÁCIE V EUROZÓNE

- Index spotrebiteľských cien v Nemecku (harmonizovaný v EÚ)
- Index spotrebiteľských cien v Taliansku (harmonizovaný v EÚ)
- Index spotrebiteľských cien v Španielsku (harmonizovaný v EÚ)
- Index spotrebiteľských cien v eurozóne
- Jadrový index eurozóny

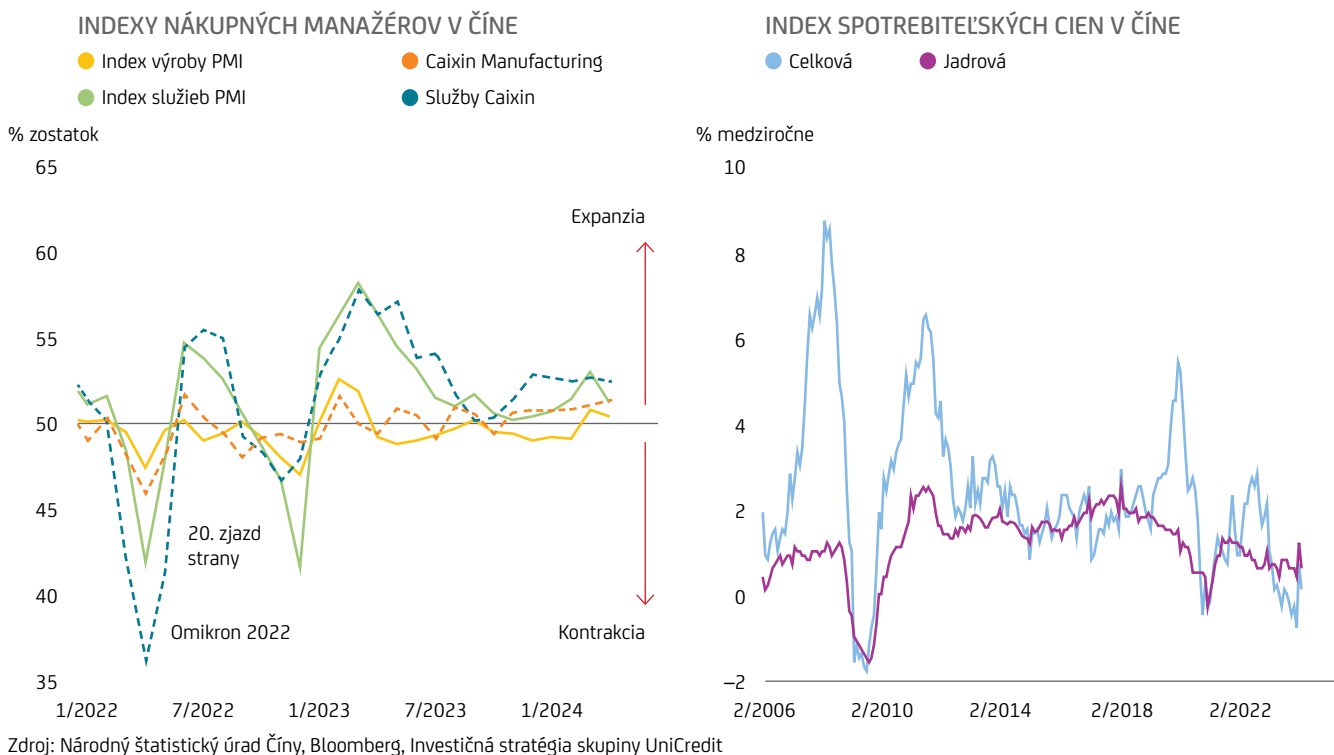


Zdroj: Eurostat, Bloomberg, Investičná stratégia UniCredit Group

ČÍNA: SOLÍDNY RAST NA ZAČIATKU ROKA, ALE SLABÉ OŽIVENIE SPOTREBY

Reálny rast HDP Číny sa v prvom štvrtroku medziročne zvýšil na 5,3 % vďaka silnej výrobe vo výrobnom sektore a rozšíreniu rastu v sektore služieb. Rast priemyselnej produkcie dosiahol medziročne 6,4 %, a to vďaka oživeniu vývozu a udržateľnej stavebnej činnosti súvisiacej s investíciami do infraštruktúry a výroby podporovanými stimulačnými programami. Rast v sektore služieb sa v prvom štvrtroku mierne spomalil, ale zdá sa, že od zrušenia politiky nulového covidu sa spotreba zvyšuje. Najmä domáci cestovný ruch odvtedy viedol k výraznému sezónnemu vývoju spotrebiteľských výdavkov a aktivity v oblasti služieb. V súlade s tým indexy nákupných manažérov v sektore služieb zostali v apríli v pásme expanzie (pozri graf 5). Napriek náznakom zlepšenia panuje široká zhoda v tom, že domáci dopyt v Číne sa od zrušenia politiky nulového covidu dostatočne nezotavil, najmä pokiaľ ide o spotrebiteľské výdavky. To sa odráža aj v slabšej miere inflácie spotrebiteľských cien (pozri graf 5). Považujeme však za nepravdepodobné, že by čínski politici vypočuli výzvu na silnejšiu politickú podporu spotreby (napr. prostredníctvom rozdeľovania hotovosti alebo privatizácie štátneho majetku s cieľom preniesť existujúce bohatstvo na domácnosti). Zdá sa však, že bez ďalších podporných opatrení vlády je otázne, či Čína bude schopná dosiahnuť v tomto roku cieľ rastu, ktorý si sama stanovila, a to približne 5 %.

5. OŽIVENIE V ČÍNE POKRAČUJE, INFLÁCIA ZOSTÁVA NA NÍZKEJ ÚROVNI



FINANČNÉ TRHY SA PO VÝRAZNÝCH KOMPLIKÁCIÁCH V APRÍLI OPĚT STÁVAJÚ PRIATEĽSKÝMI

Apríl bol náročný mesiac pre akciové aj dlhopisové trhy. Kombinácia údajov o pretrvávajúcej vysokej inflácii a solídnom raste HDP v USA v prvom štvrtroku vyvolala na trhoch obavy, že najmä Fed neuvolní svoju menovú politiku tak rýchlo, ako sa pôvodne očakávalo. Akciový aj dlhopisový trh preto reagovali negatívne. Začiatkom mája sa však do značnej miery opäť zotavil. Index S&P 500 v sledovanom období (od 1. apríla do 10. mája) mierne klesol, zatiaľ čo index Euro Stoxx 50 vykázal bočný trend a nemecký index DAX dokonca 10. mája dosiahol nové historické maximum (pozri tabuľku). V období vykazovania za prvý štvrtrok sa spoločnostiam zväčša podarilo prekonať očakávania zisku (aj keď na nízkej úrovni) a hospodárske prostredie zostáva v zásade priaznivé. Dlhopisové trhy v apríli spočiatku trpeli aj v dôsledku zmeny očakávaných úrokových sadzieb. Trhy pritom v tomto roku čakali len jedenaplnásobné zníženie úrokových sadzieb v USA a termín prvého zníženia úrokových sadzieb zo strany Fedu bol posunutý až do druhej polovice roka. V dôsledku toho vzrástli výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov na približne 4,7 %. Výnosy Bundov nasledovali tento trend a vzrástli na viac ako 2,6 %. Nedávno však výnosy dlhopisov v USA aj v eurozóne v rôznych splatnostiach opäť klesli a dlhopisy dokázali získať späť určitú pozíciu.

Cena ropy Brent v sledovanom období na komoditných trhoch klesla približne o 4 % a naposledy sa obchodovala za približne 85 USD za barel (pozri tabuľku), pričom predtým dlhodobo výrazne rástla v dôsledku obáv z ďalšej eskalácie situácie na Blízkom východe. Nedávne náznaky možnej dohody o prímerí v regióne znamenali, že ku koncu sledovaného obdobia bola opäť ocenená veľká časť prémie za geopolitické riziko zahrnutá v cenách futures. Drahý kov – zlato – v sledovanom období vzrástol o viac ako 5 %, ale medzitým utrpel výrazné cenové straty, keďže trhy si čoraz viac uvedomovali, že Fed pravdepodobne začne cyklus znižovania úrokových sadzieb neskôr a že by mohol byť menej rozsiahly. Vyhliadka, že Fed by mohol mať pravdu so svojou vopred stanovenou trajektóriou úrokových sadzieb a tromi zníženiami sadzieb v tomto roku, však v poslednom čase cenu zlata podporila. V tomto prostredí sa výmenný kurz eura voči doláru zvýšil na úroveň tesne pod 1,08 (k 10. máju, pozri tabuľku).

Alokácia aktív – ako spravujeme náš mandát portfólia

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 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)	○	●	○
	Komodity	Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)	○	○	●
		Olej	○	●	○
		Zlato	○	●	○

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

Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

NEUTRÁLNY KU GLOBÁLNYM AKCIÁM

Podporujú ho odolné vyhladky rastu a očakávania zníženia sadzieb centrálnymi bankami.

NEUTRÁLNY K EURÓPSKYM AKCIÁM

Makrosituácia sa zlepšuje a prekonáva konsenzuálne odhady. Trh práce zostáva stabilný, zatiaľ čo klesajúca inflácia zvyšuje 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 zostáva robustný, zároveň však pretrvávajúca inflácia zvyšuje neistotu v súvislosti s načasovaním a rozsahom cyklu uvoľňovania Fedu. Ocenenie je vysoké a koncentrácia spoločností s najvyššou trhovou kapitalizáciou v indexe S&P500 je extrémna.

NEUTRÁLNY K AKCIÁM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

V Ázii zostávame strategicky opatrní pri čínskych akciách. Lacné ocenenie však môže podporovať mierne taktické dobiehanie na základe niektorých fiškálnych a menových stimulov. V Latinskej Amerike môže trpezlivejší 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. Extrémne oslabenie japonského jenu môže mať vplyv na infláciu, keďže Japonsko je silným dovozcom potravín a energií, ako aj na úrokové sadzby. Napriek nedávnej výkonnosti nie sú ocenenia akcií drahé.

ZVÝŠENIE VÁHY KU 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. Celkovo sa očakáva, že základy spoločností IG zostanú stabilné vďaka zdravým súvahám, lepším ziskom oproti očakávaniam, silným hotovostným zostatkom a nízkej úrovni zadĺženia v porovnaní s dlhodobým priemerom.

ZNÍŽENIE VÁHY K PODNIKOVÝM DLHOPISOM S VYSOKÝM VÝNOSOM

Ich rozpätia, najmä v prípade dlhopisov nižšej kvality, ešte plne neznižujú riziko výrazného spomalenia hospodárskeho rastu. Okrem toho je trieda aktív 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

Pretrvávajúca inflácia v USA s rizikom 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 trpezlivejší Fed/silnejší americký dolár.

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 zvýšenie cien priemyselných kovov s výnimkou železnej rudy.

NEUTRÁLNY K ZLATU

Čerpá zo zvýšených nákupov centrálnych bánk, najmä Čínskej ľudovej banky, po zmrazení devízových rezerv ruskej centrálnnej 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: KYBERNETICKÁ BEZPEČNOSŤ

Megatrend digitalizácie a jej nedávne zrýchlenie vytvorili komplexné ekosystémy a zvýšili zraniteľnosť nášho digitálneho života. Podniky, vlády a jednotlivci sa pri každodenných činnostiach čoraz viac spoliehajú na technológie, čo vedie k exponenciálnemu rastu digitálnych sietí a rozsiahlemu zdieľaniu citlivých údajov. Pandémia ďalej urýchlila osvojenie si základných technológií, vytvorila nové potreby digitálnej bezpečnosti, rozšírila základňu inštalovaných zariadení a zvýšila tvorbu údajov. Nedávny nárast nových technológií zároveň rozširuje priestor pre útoky kybernetických hrozieb, zaťažuje staršie systémy a odhaľuje medzery v digitálnej obrane. V dôsledku toho sa kybernetické útoky vyvinuli do sofistikovanejších foriem, ktoré v súčasnosti patria medzi najväčšie globálne podnikateľské riziká a majú pre dotknuté spoločnosti vážne dôsledky, od finančných škôd vrátane priamych nákladov na výkupné, pokút a právnych poplatkov až po poškodenie dobrého mena vrátane nepriamych nákladov spojených so stratou dôvery zákazníkov a investorov. Podľa MMF sa celosvetové náklady na počítačovú kriminalitu v roku 2022 odhadovali na 8,44 bilióna USD. Vplyv a dramatický nárast kybernetických útokov vyvolal aj obavy orgánov, ktoré sa rozhodli zaviesť prísnejšie regulačné požiadavky a normy dodržiavania predpisov na ochranu súkromia a bezpečnosti údajov jednotlivcov. Napríklad všeobecné nariadenie Európskej únie o ochrane údajov (GDPR) a kalifornský zákon o ochrane súkromia spotrebiteľov (CCPA) ukladajú vysoké pokuty spoločnostiam, ktoré nedostatočne chránia údaje zákazníkov.

Očakáva sa, že neustály nárast investícií do digitálnych technológií vo verejnom aj súkromnom sektore bude hnacou silou silného a dlhodobého cyklu výdavkov na riešenia digitálnej bezpečnosti. V roku 2022 dosiahli celosvetové výdavky na riešenia v oblasti kybernetickej bezpečnosti takmer 170 miliárd USD. Analytici predpovedajú približne 12,6 % ročný nárast do roku 2030, čo povedie k veľkosti odvetvia približne 440 miliárd USD do roku 2030. V rámci týchto odhadov by mala samotná transformácia cloudu v hodnote triliónov dolárov vytvoriť príležitosť v hodnote najmenej 100 miliárd USD pre riešenia kybernetickej bezpečnosti, čo bude pre toto odvetvie znamenať obrovský dlhodobý vietor do plachiet tohto odvetvia. V roku 2023 bola táto oblasť stále značne neprebádaná, keďže 80 % prípadov porušenia ochrany údajov sa týkalo údajov uložených v cloude.

Mnohé zo spoločností zaoberajúcich sa kybernetickou bezpečnosťou využívajú obchodný model softvér ako služba („SaaS“). To znamená, že softvér, ktorý ponúkajú, je založený na cloude a zákazníkom sa poskytuje buď na základe zmluvy o platbe za používanie, alebo na základe predplatného. Obe alternatívy poskytujú dolnú hranicu príjmov a odstraňujú efekt špičky a poklesu tradičného modelu na mieste. Hoci vzhľadom na to, že toto odvetvie je stále vo fáze vývoja, mnohé spoločnosti významne investujú do vývoja a komercializácie nových inovatívnych výrobkov. V dôsledku toho môžu tradiční ukazovatelia, ako je pomer ceny k zisku, niektorých zvädzať k úvahám, že sa tento subsektor obchoduje s výraznou prémieou oproti širšiemu technologickému priemyslu. Z tohto dôvodu sú vhodnejšie násobky založené na príjmoch, pretože vyrovnávajú vplyv tohto úsilia, ktoré negatívne ovplyvňuje EBITDA a zisk. Napríklad najlepší americký hráč v oblasti kybernetickej bezpečnosti sa obchoduje s pomerom P/E 46,5x 2025e, čo je 97 % prémie v porovnaní s 23,6-násobkom amerického technologického trhu. Zároveň má 54 % prémie na úrovni EV/Predaj s pomerom 9,7x oproti 6,3x indexu, čo je odôvodnené očakávanou 16,7 % mierou rastu tržieb CAGR počas najbližších piatich rokov a prémieovou ziskovosťou.

Silná dynamika dopytu na koncovom trhu sa naďalej premieta do silných základných ukazovateľov pre spoločnosti v oblasti kybernetickej bezpečnosti, keďže bezpečnostné výzvy zostávajú hlavnou prioritou v agendách globálnych spoločností. Okrem toho pravidlá hry v tomto odvetví zmení rozvoj potenciálu umelej inteligencie (AI), ktorá zohráva kľúčovú a hmatateľnú úlohu pri zlepšovaní podnikania. Umeľá inteligencia je vďaka pokročilým algoritmom a strojovému učeniu schopná analyzovať obrovské množstvo údajov v reálnom čase, čo umožňuje okamžité odhalenie potenciálnych hrozieb a anomálií. Tento systém bude oveľa rýchlejší a presnejší ako tradičné metódy a zníži zaťaženie analytikov, čo povedie k zefektívneniu prevádzky, zjednodušeniu organizácie a zníženiu nákladov. Celkovo táto téma ponúka investorom príležitosť diverzifikovať portfólio a využiť silné vyhliadky na rast a cestu transformácie, a to buď s využitím expozície voči čistým hráčom, alebo opretím sa o väčšie diverzifikované softvérové subjekty.

INVESTÍCIE DO DLHOPISOV

NAŠA PREDSTAVA: VYSOKOKVALITNÉ PODNIKOVÉ DLHOPISY

Silnejšie než očakávané údaje o inflácii v USA zaťažili v apríli investičné nástroje s pevným príjmom. Faktory, ktoré najviac penalizovali trh s dlhopismi, boli najmä marcové zvýšenie spotrebiteľských cien v USA (medzimesačne o 0,4 %, resp. medziročne o 3,5 % z predchádzajúcich 3,2 %) a deflátor výdavkov na osobnú spotrebu, jedného z najdôležitejších ukazovateľov sledovaných americkým Federálnym rezervným systémom (nárast o 0,3 % v porovnaní s februárom a medziročne o 2,7 %). Tieto údaje podporili neistotu v súvislosti so začiatkom cyklov znižovania sadzieb centrálnych bánk, ktoré boli odložené na jeseň a na neskôr.

Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu (Treasury) vzrástol zo 4,20 % na vysokých 4,70 %. Sadzba 10-ročných dlhopisov Bund vzrástla o 28 bázických bodov a na konci mesiaca dosiahla 2,58 %. Na rozdiel od prvého štvrťroka, v ktorom bola zreteľná dichotómia medzi negatívnou výkonnosťou štátnych dlhopisov a pozitívnymi výnosmi ostatných tried aktív s pevným výnosom, sa v apríli slabá výkonnosť štátnych dlhopisov rozšírila aj na podnikové dlhopisy a dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov. Európske dlhopisy investičného stupňa klesli v priebehu mesiaca o 0,80 %, zatiaľ čo dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov stratili 1,10 %, čo bolo spôsobené vyberaním ziskov po mimoriadne pozitívnych výnosoch v prvom štvrťroku.

Výhľad dlhopisových trhov zostáva v najbližších mesiacoch mierne pozitívny. Domnievame sa, že oživenie inflácie v USA nie je štrukturálne, ale súvisí s dočasnými faktormi, ktoré sa v najbližších mesiacoch vyčerpajú, ako je napríklad rast cien ropy, ktorý sa už čiastočne zvrátil, a so štatistickými faktormi vzhľadom na skutočnosť, že medziročné zmeny cien sa porovnávajú aj s veľmi obmedzeným rastom v prvej polovici roka 2023.

Okrem toho, vo vyváženom riadení je pevný výnos 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 zachovávame pozitívny postoj k úverom investičného stupňa, ktorých rizikovo upravené výnosy sú stále atraktívne, a to aj napriek podpriemernej úrovni rozpätia oproti štátnym dlhopisom. Ocenenia vysokokvalitných dlhopisov sa môžu zdať nízke, ale spoločnosti majú silné základy a pozitívne zisky, ktoré súčasne úrovne ospravedlňujú a umožnia im prekonať akékoľvek budúce výkyvy na trhu.

Úvery sú podporované aj technickými faktormi. Prílev do triedy aktív bol v apríli opäť kladný a ponuka nových emisií sa ľahko absorbovala. Mnohé z nových emisií na rok 2024 boli presunuté na prvé mesiace tohto roka a v nasledujúcich mesiacoch očakávame obmedzenú ponuku, ktorá poskytne trhu dobrú technickú podporu.

Napokon, z historického hľadiska je koniec cyklu zvyšovania sadzieb vhodným obdobím na nákup vysokokvalitných 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 prognóz, akýkoľvek pokles podnikových dlhopisov bude pravdepodobne dočasný a na konci budú úrokové sadzby nižšie ako teraz, čo pre investorov znamená atraktívne potenciálne výnosy.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	10. 5. 23	10. 5. 19	10. 5. 20	10. 5. 21	10. 5. 22	10. 5. 23	10. 5. 19	1. 1. 24
Do	10. 5. 24	10. 5. 20	10. 5. 21	10. 5. 22	10. 5. 23	10. 5. 24	10. 5. 24	10. 5. 24
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	24,0	-0,4	46,5	-7,9	7,8	24,0	78,6	8,8
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	13,0	-8,7	51,2	-23,2	0,6	13,0	19,8	5,6
MSCI USA (v USD)	28,9	4,6	46,6	-4,8	5,0	28,9	96,5	9,8
MSCI Európa (v EUR)	15,8	-7,4	33,1	-1,5	14,5	15,8	60,4	10,7
MSCI AC Ázia Tichomorie (v USD)	12,9	-3,7	45,4	-21,4	4,5	12,9	29,2	5,7
STOXX Europe 600 (v EUR)	16,0	-6,5	34,2	-2,8	13,9	16,0	60,6	10,6
DAX 40 (Nemecko v EUR)	18,6	-8,9	41,2	-12,1	17,5	18,6	55,7	12,1
MSCI Taliansko (v EUR)	35,5	-16,4	44,3	-3,9	25,6	35,5	95,8	17,7
ATX (Rakúsko, v EUR)	22,5	-23,3	54,7	-6,7	10,0	22,5	46,8	9,8
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	5,1	6,0	18,6	6,7	2,3	5,1	44,4	8,5
S&P 500 (USA, v USD)	28,4	4,1	45,3	-3,1	5,2	28,4	96,9	10,0
Nikkei (Japonsko, v JPY)	33,7	-3,6	48,6	-9,6	13,9	33,7	97,7	15,1
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	-5,8	12,7	28,6	-20,1	4,3	-5,8	9,6	7,0
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	-5,2	21,2	-6,0	-10,8	0,2	-5,2	-3,2	-3,6
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-2,2	13,9	-4,2	-8,0	-0,5	-2,2	-2,1	-2,1
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	3,3	7,8	6,9	-11,3	1,1	3,3	7,2	-1,0
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	0,1	5,1	-2,7	-10,2	-8,6	0,1	-15,5	-3,0
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	2,4	4,3	1,2	-9,5	-7,7	2,4	-9,3	-1,7
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	5,3	-0,8	5,3	-9,3	-3,3	5,3	-3,3	0,1
Výnosy dlhopisov (zmena v bazických bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	112	-178	92	139	45	112	206	64
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	99	-186	42	194	85	99	231	59
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	39	-78	-73	222	86	39	192	43
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	28	-48	32	122	129	28	255	50
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	12	-43	-7	127	142	12	224	40
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-26	32	-79	207	150	-26	278	29
Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bazických bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-60	100	-129	52	4	-60	-33	-15
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-169	353	-426	126	26	-169	-89	-22
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-46	62	-80	67	1	-46	5	-23
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-149	245	-350	210	-25	-149	-63	-56
Sadzby peňažného trhu (zmena v bazických bodoch)								
Libor (USD, 3 mesiace)	26	-210	-27	123	394	26	306	-1
Euribor (EUR, 3 mesiace)	50	6	-29	12	372	50	413	-9
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (EUR – USD)	-1,4	-3,1	12,2	-13,3	3,8	-1,4	-4,0	-2,5
Britská libra (EUR – GBP)	-0,9	1,6	-1,5	-0,7	1,4	-0,9	-0,2	-1,0
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	0,2	-7,6	3,9	-4,2	-6,8	0,2	-14,1	5,6
Japonský jen (EUR – JPY)	14,6	-6,2	14,7	3,8	7,9	14,6	36,2	7,4
Komodity (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	16,9	32,3	4,1	-0,4	10,1	16,9	74,9	14,6
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	14,5	-14,8	75,7	3,2	-14,2	14,5	46,5	11,9
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	16,9	33,5	7,3	0,4	9,6	16,9	83,5	14,4
Ropa (Brent, v USD za barel)	11,6	-58,2	130,8	49,9	-25,4	11,6	18,0	7,7

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 úroku 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 10. 5. 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 predať 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 reprodukovать 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 10. máju 2024.



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



Adresa
Šancová 1/A,
813 33 Bratislava



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions