



Orol a drak

Objasňovanie spleťostí
obchodného sporu medzi
USA a Čínou



Investičná stratégia skupiny

Výhľad č. 5/2024

Index

| | |
|---|----|
| ZHRNUTIE | 3 |
| LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV | 4 |
| V CENTRE POZORNOSTI | 6 |
| MAKROEKONOMIKA A TRHY | 9 |
| ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA | 12 |
| STĽPČEKY | 15 |

Zhrnutie



MAKRO KONTEXT

Ekonomika USA stráca na sile, spomaľuje ju reštriktívna menová politika Federálneho rezervného systému (Fed). Rast HDP bol v prvom štvrtroku revidovaný smerom nadol, čo predstavuje najslabšiu úroveň za posledné obdobie. Trh práce však zostáva silný, pričom rast zamestnanosti prekračuje očakávania a miera nezamestnanosti je už niekoľko mesiacov stabilne nízka. Predstihové ekonomické ukazovatele ponúkajú zmiešaný obraz: výrobný sektor naďalej klesá, zatiaľ čo sektor služieb vykazuje známky oživenia, čo vyvoláva nádej na len mierne spomalenie hospodárskeho rastu. Tempo rastu spotrebiteľských cien naďalej zostáva nad 3 %, ale jadrová inflácia, ktorá nezohľadňuje výkyvy cien energií a potravín, sa spomaľuje, čo naznačuje štrukturálne spomalenie inflácie. Pokiaľ ide o medzinárodný obchod, geopolitické napätie medzi USA a Čínou sa tento mesiac opäť zvýšilo, keď obchodný zástupca USA predložil oficiálny návrh cieľ na celý rad čínskych dovozov vrátane solárnych panelov, elektrických vozidiel a lítiových batérií.



CENTRÁLNE BANKY

V júni Fed ponechal úrokové sadzby nezmenené, no upravil smerom nahor svoje inflačné prognózy na tento a budúci rok. Očakávania zníženia sadzieb boli odložené, pričom v tomto roku sa očakáva iba jedno zníženie namiesto pôvodne plánovaných troch. Počas tlačovej konferencie predseda Fedu Powell neposkytol jasné informácie o načasovaní budúceho znížovania sadzieb. Európska centrálna banka (ECB) medzitým prvýkrát po takmer piatich rokoch znížila úrokové sadzby, ale zaujala opatrný prístup bez toho, aby špecifikovala termín ďalšieho znížovania. Prezidentka ECB Lagardeová zdôraznila väčšiu dôveru v znížovanie inflácie smerom k dvojpercentnému cieľu v strednodobom horizonte. Trhy pozorne sledujú zasadnutia ECB naplánované na september a december v súvislosti s prípadným ďalším znížením sadzieb.



FINANČNÉ TRHY

Aktiové trhy začali v máji pozitívne, no ku koncu mesiaca mierne poklesli v dôsledku výkyvov očakávaní úrokových sadzieb. Prvá polovica júna sa niesla v znamení zasadnutí ECB a Fedu a povzbudivých údajov o inflácii v USA, ktoré dodali americkým trhom energiu. Na druhej strane európske akcie zaznamenali pokles v dôsledku výsledkov volieb do Európskeho parlamentu a z toho vyplývajúcej politickej neistoty, najmä vo Francúzsku. Na dlhopisových trhoch výrazne klesli výnosy amerických štátnych dlhopisov. Nemecké sadzby sa vyvíjali podobne, zatiaľ čo obavy z politickej nestability vo Francúzsku zvyšovali rozpätie francúzskych dlhopisov a dlhopisov ďalších krajín eurozóny s vysokým verejným dlhom. Mierne sa rozšírili aj podnikové rozpätia. Začiatkom júna cena ropy klesla na najnižšiu úroveň za posledné mesiace, aby potom opäť mierne vzrástla. Cena zlata sa medzitým pohybovala na relatívne stabilných úrovniach, zatiaľ čo výmenný kurz eura voči doláru v máji najprv vzrástol a v prvej polovici júna opäť klesol.

List investičných riaditeľov

Reakcie kapitálových trhov na voľby do Európskeho parlamentu a vyhlásenie nových volieb vo Francúzsku opäť ilustrujú, ako nervózne v súčasnosti investori vnímajú politický vývoj. K už aj tak pôsobivému volebnému kalendáru na rok **2024**¹ – niektoré voľby, ako napríklad v Indii a voľby do Európskeho parlamentu, sú už za nami – pribudli ďalšie dva termíny volieb: parlamentné voľby vo Francúzsku a v Spojenom kráľovstve. A v novembri sa majú konať tie najdôležitejšie voľby pre trhy, voľby v USA (informovali sme o tom v predchádzajúcich vydaniach).

Hoci záujem účastníkov trhu o takúto udalosť je pochopiteľný, keďže odráža najmä obavy o politickú stabilitu, nemali by sa ignorovať ďalšie dôležité faktory ovplyvňujúce vývoj na trhu: inflácia sa naďalej normalizuje a Európska centrálna banka (ECB) začiatkom júna po prvýkrát po dlhom čase znížila úrokové sadzby. Ekonomika a zisky podnikov naberajú na obrátkach a Európa sa pomaly dostáva zo slabého obdobia posledných štvrtrokov.

Pozrime sa najprv bližšie na niekoľko kľúčových údajov. Od štvrtého štvrtroka 2022 sa ekonomický rast v eurozóne pohybuje okolo nuly. V prvom štvrtroku tohto roka sa však zaznamenal rast **0,3 % na štvrtročnej báze**². Pozitívnu dynamiku sa vyznačoval aj v Nemecku, ktorého hospodársky výkon od vypuknutia vojny na Ukrajine v niektorých štvrtrokoch dokonca klesal. Zdá sa, že obdobie hospodárskej slabosti sa skončilo. Naznačuje to aj dôležitý **index Ifo**³. Zložka očakávaní indexu, ktorá je dôležitá pre kapitálové trhy, v poslednom čase stúpila už štvrtýkrát po sebe. Nemecké spoločnosti teda vidia budúcnosť optimistickejšie. To sa teraz týka aj priemyselného a stavebného sektora, ktoré boli v posledných štvrtrokoch výrazne zasiahnuté a teraz tiež vykazujú známky zlepšenia. Prezident Inštitútu Ifo Clemens Fuest sa k najnovšej publikácii vyjadril takto: „Vo všeobecnosti možno povedať, že nemecká ekonomika sa postupne dostáva z krízy. Nemáme síce výrazný vzostup, ale veci sa aspoň pomaly vyvíjajú správnym smerom.“

Zlepšenie nálady na trhu sa odráža aj v očakávaniach rastu a vo výhlade rastu ziskov európskych a amerických akcií. Pokiaľ ide o ekonomiku USA, **konsenzus**⁴ ekonómov očakáva v roku 2024 rast na úrovni 2,4 % a následne v rokoch 2025 – 26 priemerný rast na úrovni necelých 2 %. Očakávania rastu pre eurozónu sú v tomto roku výrazne nižšie, na úrovni 0,7 %, ale očakáva sa, že v rokoch 2025 a 2026 dosiahnu necelých 1,5 %. Očakávania rastu na rok 2024 navyše v súčasnosti prechádzajú pozitívnymi revíziami, čo znamená, že konsenzuálne očakávania sa postupne zlepšujú. Pre Európu to znamená, že rast by sa mal v najbližších rokoch zrýchliť, aj keď z výrazne nižšej úrovne ako napríklad v USA.

Podobná situácia je aj v prípade očakávaného zisku kótovaných spoločností. Očakáva sa, že zisky podnikov v Európe sa po stagnácii ziskov v rokoch 2023 a (pravdepodobne) 2024 v nadchádzajúcich rokoch zvýšia. Konsenzuálne odhady predpokladajú v nasledujúcich dvoch rokoch rast ziskov indexu MSCI Europe o 8 %. Miera rastu ziskov v USA bude dokonca pravdepodobne dvojciferná. Nemecké spoločnosti majú zaujímavú pozíciu, pretože zisky nemeckých kótovaných spoločností budú v roku 2024 pravdepodobne v priemere smerovať do strany. V nasledujúcich rokoch 2025 a 2026 však konsenzuálny odhad predpokladá rast v súlade s rastom amerických spoločností. Silný signál, ktorý naznačuje, že fáza slabosti by mohla byť za nami.

¹ Vo februárovom vydaní našej publikácie sme informovali o supervolebnom roku 2024.

² To zodpovedá ročnému rastu vo výške približne 1,2 %.

³ Index podnikateľskej klímy Ifo je predstihový mäkký ukazovateľ hospodárskeho vývoja v Nemecku, ktorý mesačne zostavuje Inštitút ifo.

⁴ 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 tejto pozitívnej „triáde“ – inflácia sa normalizuje, úrokové sadzby (naďalej) klesajú a rast zostáva silný (USA) alebo sa zrýchľuje (eurozóna) – sú však niektoré detaily, ktoré musia investori vziať do úvahy. Na jednej strane sa zdá veľmi pravdepodobné, že centrálné banky budú (naďalej) znižovať úrokové sadzby, ale minimálne v eurozóne sa zdá, že vplyv tohto zníženia sadzieb na úroveň dlhodobých výnosov sa už do značnej miery prejavil. Pokiaľ ide o 10-ročné nemecké štátne dlhopisy, ktoré sú všeobecne považované za „bezpečné útočisko“ v eurozóne, konsenzuálne očakávania poukazujú len na mierny pokles výnosov do roku 2025. Investori by preto v základnom scenári nemali očakávať veľký nárast cien „bezpečných“ aktív. Dlhopisy s výnosom nad inflačným cieľom ECB (2 %) však vo všeobecnosti ponúkajú kladný reálny výnos. Na druhej strane v prípade amerických štátnych dlhopisov môžu investori dokonca očakávať cenové zisky v prípade, že Federálny rezervný systém (Fed) zníži úrokové sadzby. Stále však existuje riziko, že Fed by mohol začať svoj cyklus uvoľňovania neskôr a že rozsah znižovania úrokových sadzieb by mohol byť menej rozsiahly, ako sa očakávalo.

Voľby vo Francúzsku teraz pridali ďalší rizikový faktor. V pozadí týchto obáv je skutočnosť, že Národné zhromaždenie, strana Marine Le Penovej, malo v minulosti požiadavky hospodárskej politiky na zníženie daní a dodatočné výdavky, ktoré nie sú financované protiopatreniami, a preto by zvýšili rozpočtový deficit. Na jeseň 2022 sa vtedajšia britská premiérka Liz Trussová pokúsila stimulovať britské hospodárstvo rozpočtom s vysokým deficitom. Trhy reagovali drasticky: libra stratila hodnotu a úrokové sadzby výrazne vzrástli, pretože investori spanikárili a pokúšali sa predať britské štátne dlhopisy. Táto epizóda pripomínala krízu štátneho dlhu v eurozóne a pod kontrolu ju dokázal dostať až zásah britskej centrálnej banky prostredníctvom programu nákupu dlhopisov. V dôsledku toho musela Liz Trussová odstúpiť a nahradil ju Rishi Sunak. Svetové finančné trhy preto budú odrážať výsledok volieb vo Francúzsku, ako aj zodpovedajúci vládny program novej francúzskej vlády. Treba poznamenať, že podobné obavy sa na trhoch šíri aj pred poslednou zmenou vlády v Taliansku, ale nenaplnili sa. Vláda Giorgie Meloniovej sa vo všeobecnosti považuje za konštruktívnu, pokiaľ ide o otázky európskej a hospodárskej politiky. Od jej volebného víťazstva na jeseň 2022 vzrástol taliansky akciový trh (meraný indexom MSCI Italy) o viac ako 50 % (pozri tabuľku na strane 19).

Z pohľadu na ekonomické prostredie a konsenzuálne odhady vyplýva, že súčasný základný scenár, ktorý je na trhoch už započítaný, je pre portfóliá so zmiešanými aktívami (t. j. zmiešané portfóliá s akciami a dlhopismi) takmer „najlepším scenárom zo všetkých možností“. Zdá sa teda, že „teplota kapitálového trhu“ nie je ani príliš studená, ani príliš horúca – ak by bol rast príliš vysoký (t. j. „teplota kapitálového trhu“ príliš horúca), zvýšila by sa aj inflácia, čo by viedlo k rastu úrokových sadzieb a tlaku na stranu dlhopisov. Na druhej strane, ak by bol rast príliš nízky (t. j. „teplota na kapitálovom trhu“ príliš studená), úrokové sadzby by klesli, ale zisky podnikov by sa dostali pod tlak, ktorý by zase zaťažil akcie. Vyhliadky „počasie na kapitálovom trhu“ sa preto zdajú byť okrem niektorých „mrakov“, alebo inými slovami určitých rizík, ktoré by mohli vyplynúť z volieb vo Francúzsku a v USA, priaznivé. V súčasnosti je ťažké odhadnúť, či „prejdú“, prinesú len „prehánky“ alebo možno „poriadnu búrku“. Napriek týmto rizikám zostávame sebavedomí a tešíme sa na letné obdobie na kapitálových trhoch.

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

Tovar špičkových technológií z Číny je na vzostupe napriek obchodným bariéram

Geopolitické napätie medzi USA a Čínou sa nedávno opäť zvýšilo. V polovici mája predložil obchodný zástupca USA oficiálny návrh ciel na celý rad čínskych dovozov podľa **oddielu 301 amerického zákona o obchode**.⁵ Návrh nadväzuje na predchádzajúcu smernicu prezidenta USA Joea Bidena (pozri **tu**)⁶ a záver štvorročného preskúmania ciel uvalených Trumpovou administratívou (správu pozri **tu**)⁷. Navrhované zmeny zahŕňajú dodatočné a nové clá na 14 odvetví, ktoré sa týkajú čínskeho dovozu v hodnote 18 miliárd USD, pričom existujúce clá zostávajú nezmenené. Konkrétne clá na takzvanú „novú trojicu“ dovážaných solárnych panelov, elektrických vozidiel a lítiových batérií sa zvýšia z 25 % (solárne panely), 25 % (elektrické vozidlá) a 7,5 % (lítiové batérie) na 50 %, 100 % a 25 %. Dodatočné clá majú vstúpiť do platnosti do dvoch rokov – v období od augusta 2024 do roku 2026.

AMERICKÉ CLÁ NA „NOVÚ TROJICU“ BUDÚ MAŤ PRAVDEPODOBNE LEN OBMEDZENÝ VPLYV NA ČÍNSKU HOSPODÁRSKU ČINNOSŤ

„Nová trojica“ zahŕňa najmä vývoz, ktorý chce čínska vláda podporiť v rámci svojej stratégie rastu a zamerania sa na výrobné fázy vysokej kvality. Táto priemyselná vízia je pokračovaním čínskeho plánu „Made in China 2025“, vďaka ktorému sa v posledných rokoch výrazne zvýšil vývoz špičkových technológií z „novej trojice“ (pozri graf 1). Napriek všetkej rétorike sa domnievame, že vplyv týchto nových ciel na čínsky obchod a rast krajiny bude skôr obmedzený. Podľa nášho názoru sú clá (zatiaľ) predovšetkým symbolické, keďže objem dotknutého tovaru predstavuje len približne 4 % celkového vývozu Číny (na základe mesačných obchodných údajov, pozri graf 1) a väčšina dotknutého tovaru už clám podlieha.

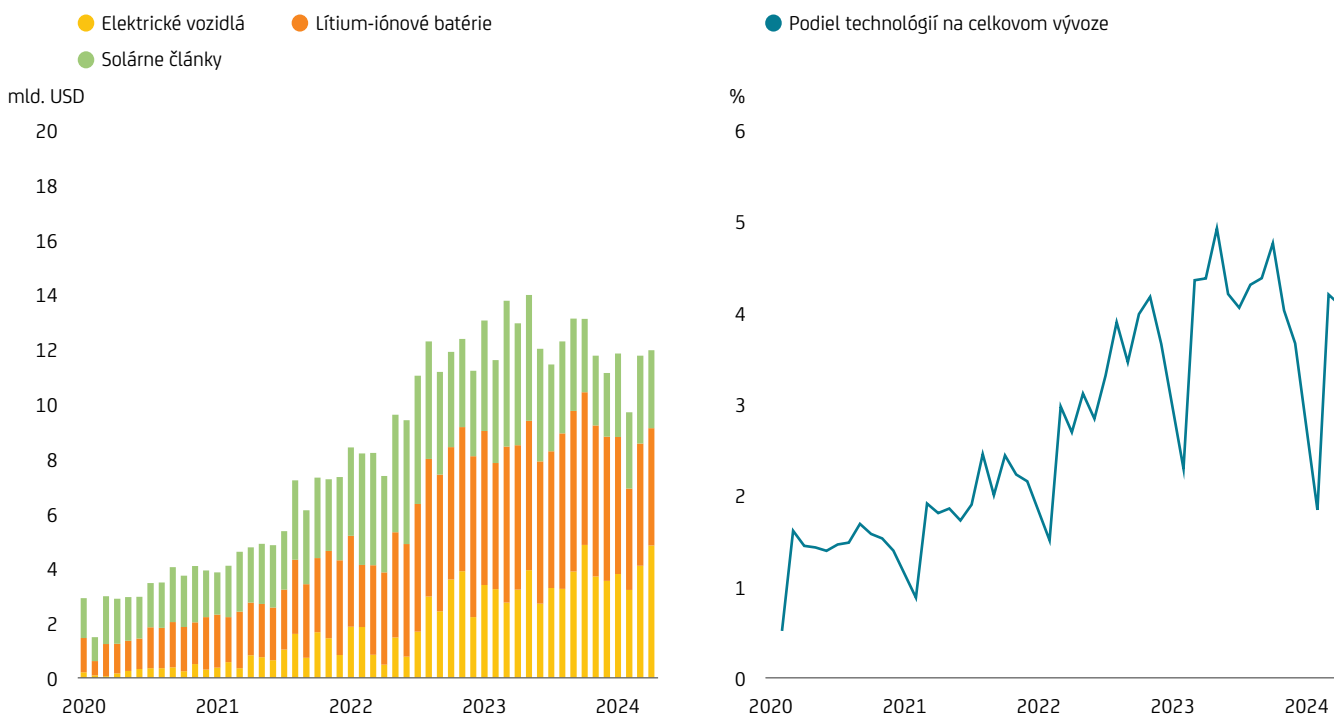
Okrem USA teraz oznámila aj EÚ, že na dovoz elektrických vozidiel z Číny zavedie vyššie dočasné clá vo výške takmer 40 %. Napríklad výrobcovia BYD a Geely budú postihnutí dodatočnými clami vo výške približne 17 % a 20 %. Platnosť nadobudli v júni a budú sa vyberať nad rámec existujúcich ciel. Vzhľadom na zvýšený význam obchodu s elektrickými vozidlami medzi EÚ a Čínou však možno toto opatrenie (v porovnaní s opatreniami prijatými vládou USA) vyhodnotiť ako pomerne mierne. Európska komisia okrem toho ponechala otvorenú možnosť pozastavenia týchto ciel, ak sa obaja obchodní partneri dohodnú na alternatívnej regulácii pred nadobudnutím ich platnosti. Potenciálne odvetné opatrenia zo strany čínskej vlády ohrozujú najmä nemecké automobilky, a preto už Nemecko odmietlo tieto clá EÚ. Očakávame, že Čína bude reagovať skôr primeranými, než stupňujúcimi sa opatreniami.

⁵ Oddiel 301 oprávňuje prezidenta USA prijať všetky vhodné opatrenia na riešenie nekalých konaní, politik alebo praktík zahraničnej vlády, ktoré nepriaznivo ovplyvňujú americký obchod.

⁶ <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2024/may/us-trade-representative-katherine-tai-take-further-action-china-tariffs-after-releasing-statutory>

⁷ [https://ustr.gov/sites/default/files/05.14.2024%20Four%20Year%20Review%20of%20China%20Tech%20Transfer%20Section%20301%20\(Final\).pdf](https://ustr.gov/sites/default/files/05.14.2024%20Four%20Year%20Review%20of%20China%20Tech%20Transfer%20Section%20301%20(Final).pdf)

1. VÝVOZ ŠPIČKOVÝCH TECHNOLOGIÍ („NOVÁ TROJICA“) VÝRAZNE VZRÁSTOL, ALE JEHO PODIEL NA CELKOVOM VÝVOZE JE NÍZKY



Zdroj: Generálna colná správa Číny, Macrobond, Investičná stratégia skupiny UniCredit

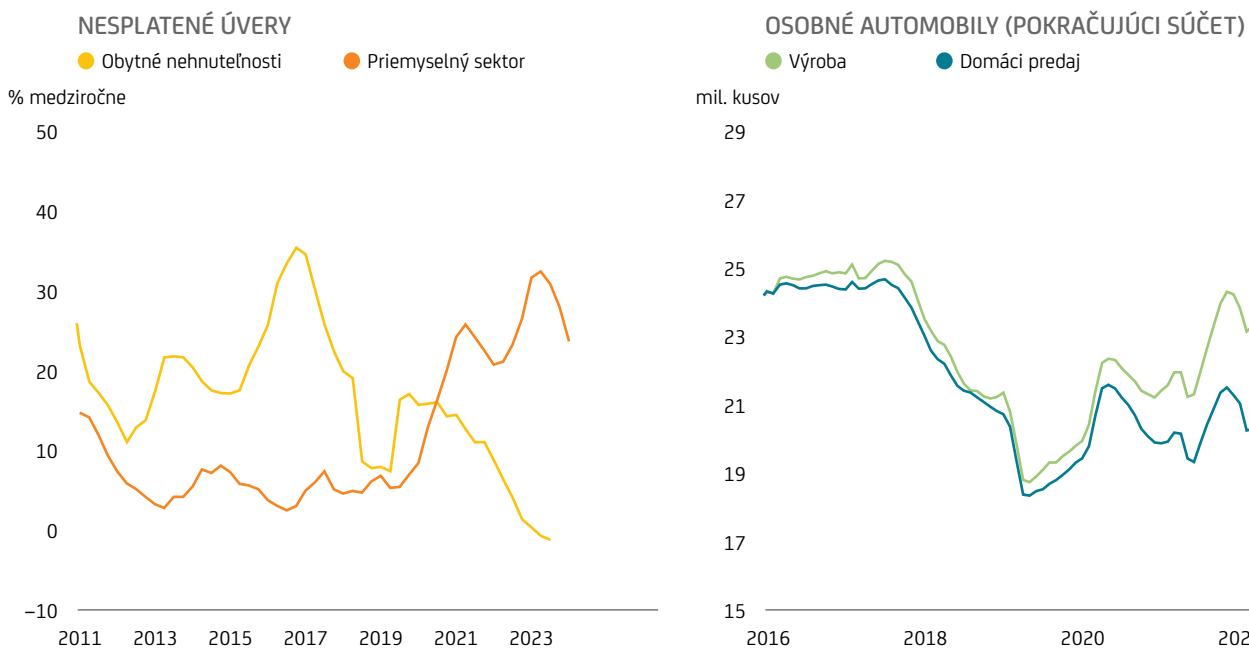
RASTÚCE OBAVY Z POLITICKÉHO VPLYVU NA DÔLEŽITÉ TOVARY ŠPIČKOVÝCH TECHNOLOGIÍ

Zavedenie ciel na čínsky dovoz na oboch stranách Atlantiku je reakciou na rastúce obavy, že Čína zámerne vytvára rastúcu nerovnováhu medzi ponukou a dopytom v kľúčových priemyselných odvetviach s cieľom zabezpečiť si konkurenčné výhody na svetovom trhu. Jedným z možných vysvetlení v súlade s oddielom 301 je, že veľkorysá priemyselná politika viedli k nadmerným investíciám do strategických odvetví (ako je „nová trojica“ tovarov špičkových technológií). Výsledná nadbytočná kapacita následne viedla k problému nadprodukcie, čo znamená, že v samotnej Číne sa vyrába viac, ako je tam možné absorbovať. To v sebe skrýva riziko, že zahraničné spoločnosti, ktoré nedostanú podobnú štátnu podporu, budú vytlačené z trhu a budú musieť prekonať značný konkurenčný rozdiel oproti svojim čínskym konkurentom.

Peking doteraz podporoval ekonomiku prostredníctvom daňových úľav, výrobných dotácií a ad hoc úverových nástrojov, pričom mnohé politiky boli priamo zamerané na priemysel výroby špičkových technológií. Podľa niektorých odhadov dostalo v roku 2022 viac ako 99% kótovaných čínskych spoločností nejakú formu priamej štátnej dotácie. V snahe znížiť závislosť čínskej ekonomiky od sektora nehnuteľností boli úvery presmerované zo sektora nehnuteľností do výrobného sektora (pozri graf 2). Toto presmerovanie úverov, ktoré možno pripísať aj prasknutiu samotnej realitnej bubliny, je preto v súlade aj so zámerom Pekingu posilniť hospodársku transformáciu čínskeho priemyslu zameraním sa na výrobné fázy s vyššou hodnotou. Na zasadnutí Ústrednej komisie pre hospodárske a finančné záležitosti v máji 2023 čínsky prezident Si Ťin-pching vyhlásil, že priemyselný systém by mal byť „komplexný, vyspelý a bezpečný“.

Pohľad na automobilový sektor, ktorý v posledných rokoch ťažil zo štedrej vládnej politiky, môže objasniť, ako sa nerovnováha medzi jednotlivými štátmi šíri po celom svete. Už v roku 2001 bolo zameranie na elektrické vozidlá zahrnuté do čínskeho päťročného plánu ako prioritný projekt vedeckého výskumu. Od roku 2009 do roku 2022 bola vláda rozhodnutá poskytovať príslušné dotácie a daňové úľavy. Na obrázku 2 v grafe 2 je znázornený rozdiel, ktorý sa vytvoril medzi výrobou a predajom automobilov na domácom trhu v postpandemickej fáze. Je to spôsobené zvýšením ponuky nad úroveň pred pandémiou, ako aj slabým dopytom v porovnaní s obdobím 2016 – 17.

2. ČÍNSKA ŠTÁTNA PODPORA PRIEMYSLU A SLABÝ DOMÁCI DOPYT VEDÚ K NADMERNEJ KAPACITE



Zdroj: Čínska ľudová banka (PBoC), Čínska asociácia výrobcov automobilov, Macrobond, Investičná stratégia skupiny UniCredit

ZÁVER

Zatiaľ čo geopolitické a geoeconomické motivácie pre budovanie domácich kapacít v určitých sektoroch sú jasné, makroekonomické zámery sú už menej zreteľné. Spomínaná správa o Číne v súvislosti s oddielom 301 poukazuje na to, že vedúce postavenie čínskej výroby je spôsobené núteným transferom technológií zo zahraničných spoločností. Na vyriešenie tohto problému sa zdá byť namieste prijať vhodné protiopatrenia v rámci svetového obchodného systému založeného na pravidlách, ktorý stelesňuje Svetová obchodná organizácia (WTO), a nie jednostranné protekcionistické opatrenia, ktoré by mohli spustiť globálnu protekcionistickú špirálu. Zameranie sa na čínsky nútený prevod duševného vlastníctva tiež zanedbáva ich domáce technologické úspechy posledných rokov, čoho dôkazom je pokrok Číny vo vývoji moderných mikročipov napriek zákazu vývozu, ktorý zaviedla Bidenova administratíva.

Tvrdenie, že priemyselná politika Pekingu narúša medzinárodnú hospodársku súťaž, tiež ignoruje skutočnosť, že medzi ekonomickými expertmi existuje čoraz väčší konsenzus, že vznikajúce zelené a digitálne odvetvia potrebujú vládnu podporu, ako to dokazuje **zákon o CHIPS a vede**⁸ alebo **zákon o znížení inflácie (IRA)**⁹, ktoré schválila samotná Bidenova administratíva. Z tohto pohľadu možno obchodnú konkurencieschopnosť Číny, aj keď čiastočne dosiahnutú prostredníctvom vládnych zásahov, považovať za produkt komparatívnych výhod, ktoré si Čína uplatňuje. Ak by Peking zamerlal svoje politické úsilie viac na stimuláciu dopytu a nielen na rozširovanie ponuky, jeho model rastu by bol z dlhodobého hľadiska určite vyváženejší.

⁸ Zákon o CHIPS a vede je americký zákon, ktorý platí od augusta 2022 a zameriava sa na vývoj nových zdrojov na podporu národného výskumu a výroby polovodičov v USA.

⁹ Zákon o znížovaní inflácie je ďalším americkým zákonom, ktorý je v platnosti od augusta 2022 a jeho cieľom je obmedziť infláciu potenciálnym znížením rozpočtového deficitu federálnej vlády, znížením cien liekov na predpis a investíciami do domácej výroby energie pri podpore čistej energie.

Makroekonomika a trhy

ECB ohlasuje zmenu úrokových sadziieb, Fed zatiaľ udržiava vysokú úroveň

USA: EKONOMIKA STRÁCA DYNAMIKU, TRH PRÁCE ZOSTÁVA SILNÝ, PRVÉ ZNÍŽENIE ÚROKOVÝCH SADZIEB JE STÁLE PRED NAMI

Americká ekonomika, ktorú spomaľuje reštriktívna menová politika amerického Federálneho rezervného systému (Fed), naďalej stráca dynamiku. Druhý odhad rastu HDP Spojených štátov v prvom štvrtroku bol revidovaný smerom nadol z 1,6 % na 1,3 % (v ročnom vyjadrení), čo je najslabší údaj o HDP od druhého štvrtroka 2022, keď americká ekonomika skutočne poklesla. Do veľkej miery to možno vysvetliť korekciou súkromnej spotreby (z 2,5 % na 2,0 %). V poslednom štvrtroku 2023 bol rast HDP (v ročnom vyjadrení) stále na úrovni 3,4 %. Medzitým najnovšia správa o trhu práce v USA (za máj) jasne prekonalna konsenzuálne očakávania 180 000 novovytvorených pracovných miest (nepoľnohospodárskych) s výsledkom 272 000, po revidovaných 165 000 v apríli a 315 000 v marci. Miera nezamestnanosti v USA je už 30 týždňov na úrovni 4 % alebo pod ňou, čo je najdlhšie obdobie od 60. rokov minulého storočia.

Pohľad na predstihové ukazovatele ponúka skôr zmiešaný obraz. Index nákupných manažérov pre výrobný sektor vypočítaný Inštitútom pre riadenie dodávok (ISM) v máji ďalej klesol zo 49,2 na 48,7 bodu, čo bolo tiež pod konsenzuálnym odhadom 49,5 bodu. Po dlhšom období slabosti – barometer nálad bol pod hranicou 50, ktorá signalizuje pokles, v 18 z posledných 19 mesiacov – vo výrobnom sektore stále nebadateľné žiadne známky obratu. Objednávky nových tovarov klesli o 3,7 bodu na 45,4 bodu, čo je najvýraznejší pokles za takmer dva roky. Naopak, index ISM pre sektor služieb sa po krátkom poklese v apríli (49,4 bodu) v máji jednoznačne vrátil do pásma rastu a dosiahol 53,8 bodu. Sektor služieb tak naďalej podporuje nádeje na len mierne spomalenie americkej ekonomiky.

Spotrebiteľské ceny v USA vzrástli v máji o 3,3 % v porovnaní s rovnakým mesiacom minulého roka. Jadrová inflácia, ktorá nezahŕňa výrazne kolísajúce ceny energií a potravín, dosiahla v máji 3,4 % z úrovne 3,6 % v apríli; konsenzus očakával 3,5 %. Tempo inflácie v USA sa teda spomalilo. Fedom preferovaný cenový ukazovateľ, tzv. **deflátor PCE**¹⁰, zostal v apríli medziročne nezmenený na úrovni 2,7 %, ako sa očakávalo v marci a podľa konsenzu; jadrová miera PCE zostala tiež nezmenená na úrovni 2,8 %. Vzhľadom na revízie údajov o HDP za prvý štvrtrok smerom nadol a nedávne slabé maloobchodné tržby, tieto údaje ponechávajú možnosť pre Radu pre menovú politiku Fedu, aby tento rok znížila úrokové sadzby, pričom spomalenie rastu v USA by malo prispieť k ďalšiemu pokroku vo výhlade inflácie.

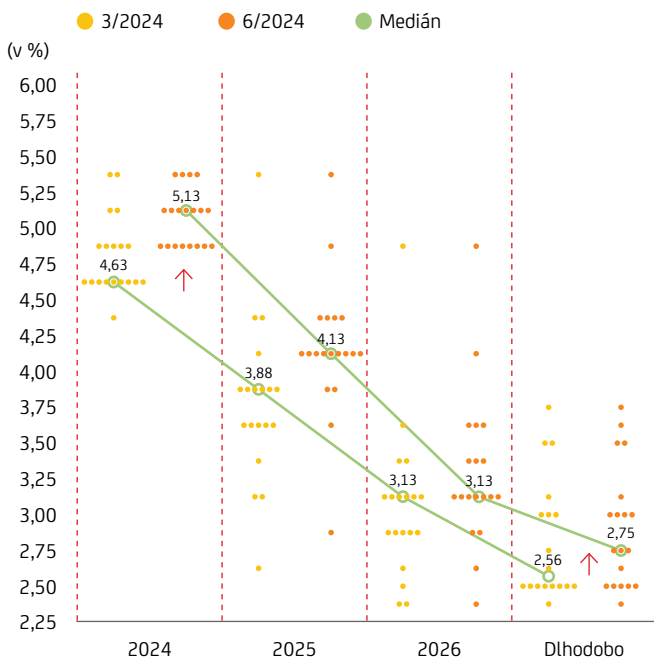
V júni však Fed podľa očakávaní zatiaľ ponechal cieľové rozpätie kľúčovej úrokovej sadzby na úrovni 5,25 – 5,50 %. Vzhľadom na vyššie prognózy inflácie na tento a budúci rok medián „**bodového grafu**“¹¹ teraz ukazuje len jedno zníženie sadziieb v roku 2024 namiesto troch znížení, ktoré sa predtým predpokladali (pozri graf 3). Hodnota pre rok 2025 sa posunula smerom nahor o 25 bázických bodov, zatiaľ čo pre rok 2026 zostala nezmenená. Inými slovami, zníženia sadziieb boli odložené, ale ich celkový počet zostal nezmenený. Počas tlačovej konferencie predseda Fedu Jerome Powell neuviedol, kedy Fed začne cyklus znižovania sadziieb. Trhy v súčasnosti počítajú s dvoma zníženiami sadziieb v tomto roku (pozri graf 3). Naďalej očakávame prvé zníženie sadziieb v septembri a celkovo tri zníženia sadziieb v tomto roku, keďže očakávame, že ekonomická aktivita a inflácia by mohli byť slabšie, než očakáva Fed. Riziko, že rozsah zníženia úrokových sadziieb by mohol byť v roku 2024 celkovo menší, sa však jednoznačne zvýšilo.

¹⁰ Deflátor PCE je alternatívny ukazovateľ na meranie inflácie v USA, ktorý vychádza z údajov o výdavkoch na osobnú spotrebu, a preto pokrýva väčšiu vzorku ako kôš tovarov, na ktorom je založená inflácia spotrebiteľských cien.

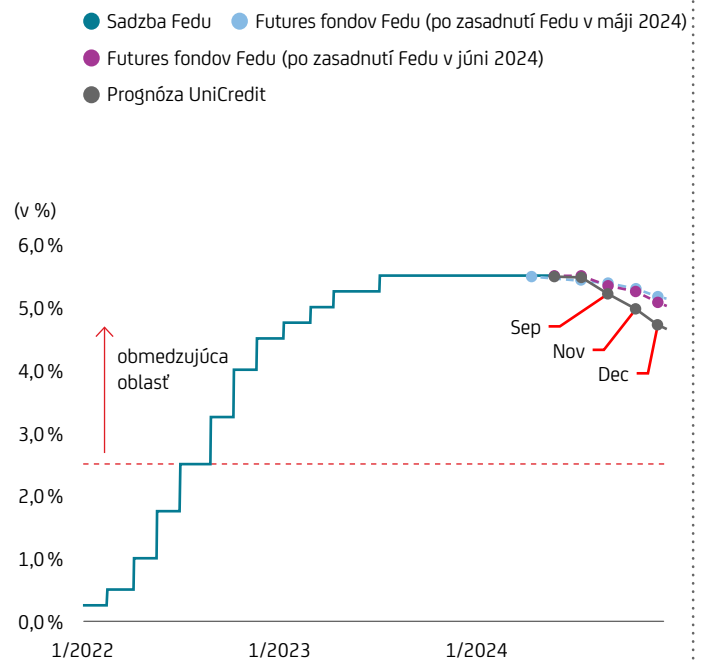
¹¹ Bodový graf zobrazuje, kde každý člen FOMC (federálneho výboru pre voľný trh) očakáva úrokové sadzby na konci tohto roka, o dva alebo tri (v závislosti od ročného obdobia) po sebe nasledujúce roky a v „dlhodobom horizonte“. Každá „bodka“ predstavuje individuálny názor člena.

3. FED ZOSTÁVA OPATRNÝ, AKTUALIZOVANÝ BODOVÝ GRAF SIGNALIZUJE PRETRVÁVAJÚCI REŠTRIKTÍVNY POSTOJ

BODOVÝ GRAF FEDU (MAREC VERZUS JÚN 2024)



KLÍČOVÝ VÝVOJ ÚROKOVÝCH SADZIEB V USA



Zdroj: Fed, Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit

EUROZÓNA: RAST SA ROZBIEHA, ECB PRVÝKRÁT PO TAKMER PIATICH ROKOCH ZNIŽUJE SADZBY, VÝHLAD ZOSTÁVA HMLISTÝ

Po minuloročnej stagnácii ekonomiky eurozóny bol rast na začiatku tohto roka silnejší, než sa očakávalo. Vzhľadom na to, že miera nezamestnanosti v apríli klesla na najnižšiu úroveň 6,4%, trhy práce v členských štátoch naďalej zaznamenávajú vysokú mieru zamestnanosti a sú stabilné, pričom kúpna sila spotrebiteľov opäť rastie. Je pravdepodobné, že postupné oživovanie hospodárskej aktivity bude pokračovať aj počas zvyšku roka. Napriek tomu, že rozdiel v raste medzi USA a Európou je stále značný, zmenšuje sa. Olympijské hry v Paríži by mohli mať osobitný pozitívny vplyv na rast vo Francúzsku v treťom štvrtroku a majstrovstvá Európy vo futbale by mohli v najlepšom prípade pôsobiť ako katalyzátor rastu nemeckého HDP.

Predstihové ukazovatele tiež naznačujú, že oživenie rastu HDP by malo pokračovať aj v druhom štvrtroku. Zložený index nákupných manažérov (PMI) sa v máji zvýšil na 52,2 bodu z 51,7 bodu v apríli. Bolo to mierne nad konsenzom, pričom sektor služieb zostal hlavným ťahúňom napriek stagnácii (53,2 bodu oproti 53,3 v apríli). Zároveň sa zdá, že pokles vo výrobnom sektore sa blíži ku koncu, čo znamená, že priemysel by mohol čoskoro opäť prispieť k rastu. Konkrétne PMI pre výrobný sektor v máji mierne vzrástol na 47,3 po 45,7 v apríli.

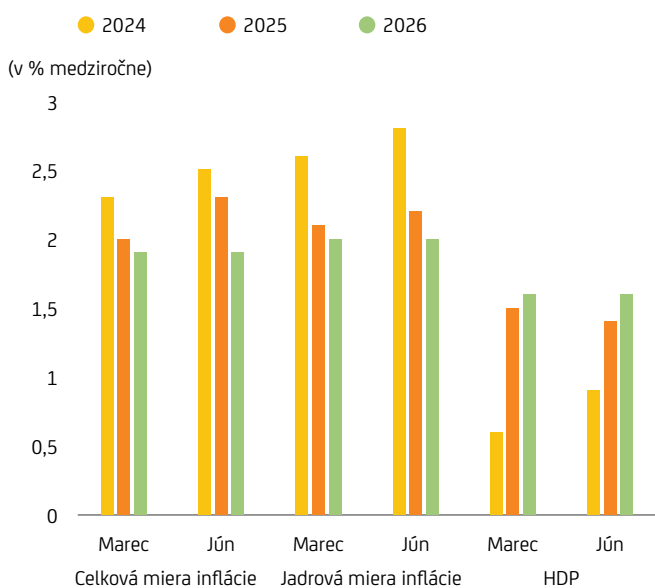
Medzitým zostáva cesta k dezinflácii hrbolatá. Spotrebiteľské ceny v eurozóne v máji opäť vzrástli – prvýkrát v tomto roku – na 2,6 % medziročne po tom, ako v apríli zotrvali na úrovni 2,4 %. Konsenzus očakával mierny nárast (na 2,5 %). Okrem celkovej inflácie sa v máji zvýšila aj jadrová inflácia o 0,2 percentuálneho bodu na 2,9 %. Nadpriemerný rast miezd v sektore služieb je naďalej hnacím motorom cien. V Nemecku, kde sa harmonizovaná ročná miera výrazne zvýšila z 2,4 % na 2,8 %, sa prejavili **bázické efekty**¹². Celkovo zrejme ešte nejaký čas potrvá, kým inflácia v eurozóne klesne pod cieľ Európskej centrálnej banky (ECB) na úrovni 2 %, ale základný obraz zostáva nezmenený. Rizikovým faktorom zostáva geopolitický vývoj.

ECB na svojom zasadnutí začiatkom júna dokončila očakávaný obrat a prvýkrát po takmer piatich rokoch znížila úrokové sadzby, ale zámerne nechala otvorenú otázku, kedy dôjde k ich ďalšiemu zníženiu. Depozitná sadzba je teraz na úrovni 3,75 % z predchádzajúcich 4,00 %. Pokiaľ ide o hospodársky rast, ECB bola v krátkodobom horizonte o niečo optimistickejšia ako v marci (pozri graf 4). Skutočnosť, že zvýšila svoje prognózy inflácie na tento rok (pozri graf 4), môžu niektorí účastníci trhu interpretovať tak, že úrokové sadzby zostanú v nasledujúcich mesiacoch stabilné. Prezidentka ECB Christine Lagardeová však zdôraznila, že sa zvýšila dôvera, že rast miezd sa spomalí a inflácia v strednodobom horizonte klesne k 2 %. Mantrou zostáva prístup závislý od údajov. Trhy sa v poslednom čase zamerali na septembrové a decembrové zasadnutia týkajúce sa možného (ďalšieho) zníženia úrokových sadzieb, keď bude mať Rada guvernérov ECB k dispozícii nové ekonomické a inflačné prognózy. V súčasnosti počítajú s jedným až dvomi ďalšími zníženiami úrokových sadzieb v tomto roku (pozri graf 4). Podobne ako konsenzus očakávame ďalšie dve zníženia o 25 bázických bodov v druhej polovici roka, v septembri a decembri.

¹² Zavedenie 49-eurového cestovného lístka v máji minulého roka utlmilo mieru v uplynulých dvanástich mesiacoch; tento efekt sa teraz skončil.

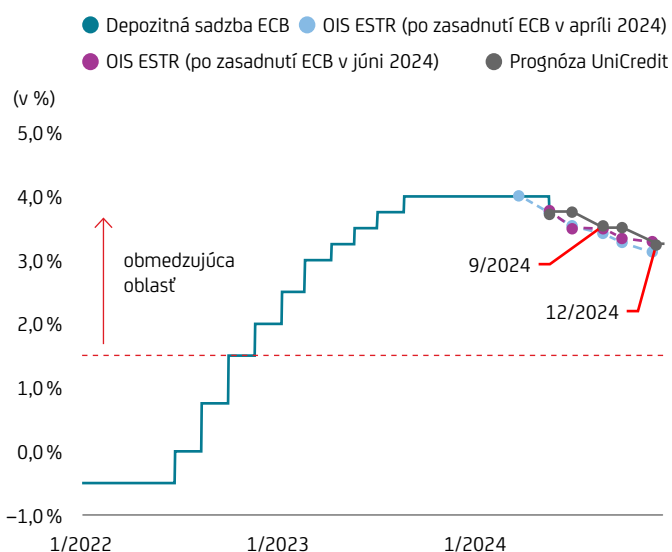
4. ECB MIERNE ZVÝŠILA PROGNÓZU INFLÁCIE NA ROKY 2024 A 2025, ALE PRVÝKRÁT OD ROKU 2019 ZNÍŽILA KLÍČOVÉ ÚROKOVÉ SADZBY

PROGNÓZY ECB TÝKAJÚCE SA INFLÁCIE A RASTU HDP V EUROZÓNE



Zdroj: ECB, Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

TREND KLÍČOVÝCH ÚROKOVÝCH SADZIEB V EUROZÓNE



FINANČNÉ TRHY: TENTO ROK NEPLATÍ „PREDAJ V MÁJI A ODÍŤ“, (GEO)POLITICKÉ FAKTORY ZAŤAŽUJÚ EURÓPSKE TRHY

Máj bol pre akciové trhy spočiatku pozitívnym mesiacom, hoci koncom mesiaca citlivo reagovali na signály menovej politiky a s nimi spojené kolísavé očakávania úrokových sadzieb a mierne klesli. Prvá polovica júna sa niesla v znamení zasadnutí ECB a Fedu, ktoré dopadli podľa očakávaní, ako aj povzbudivých údajov o inflácii v USA, ktoré výrazne pomohli americkým trhom. Európske akcie sa však po voľbách do Európskeho parlamentu prepadli, pretože francúzsky prezident Emmanuel Macron v reakcii na jasnú porážku svojej strany rozpustil francúzske Národné zhromaždenie a vyhlásil predčasné voľby (pozri aj rubriku „Stĺpček“). Okrem toho rozhodnutie Európskej komisie ďalej zvýšiť niektoré clá na dovoz z Číny a obavy z ďalších odvetných opatrení zo strany Číny zaťažili európske akcie orientované na vývoz (pozri tiež rubriku „V centre pozornosti“). Konečným výsledkom za sledované obdobie (od 1. mája do 14. júna) bol výrazný zisk širokých akciových trhov v USA; európske trhy sa, naopak, museli vzdať väčšiny svojich predchádzajúcich ziskov v dôsledku vývoja vo Francúzsku (pozri tabuľku na strane 19).

Vývoj inflácie a očakávania trhu týkajúce sa rozhodnutí menovej politiky hlavných západných centrálnych bánk sú aj naďalej kľúčovými faktormi pre dlhopisové trhy. Najmä slabšie než očakávané údaje o inflácii v USA spôsobili, že výnosy amerických štátnych dlhopisov v júni prudko klesli a nový „jastrabí“¹³ bodový graf od členov FOMC situáciu sotva spomalil. V porovnaní so začiatkom mája výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov USA výrazne klesli a na konci sledovaného obdobia (t. j. k 14. júnu, pozri tabuľku na strane 19) predstavovali približne 4,2%. Vo všeobecnosti tento pozitívny trend nasledovali 10-ročné nemecké štátne dlhopisy; ich výnos sa naposledy pohyboval na úrovni približne 2,4% (pozri tabuľku na strane 19). Obavy z politickej instability vo Francúzsku medzitým spôsobili, že výnosová prémie 10-ročných francúzskych dlhopisov oproti nemeckým vzrástla na najvyššiu úroveň od roku 2017.

Cena ropy klesla začiatkom júna na najnižšiu úroveň za takmer štyri mesiace. Rast dopytu, ktorý je zodpovedný za veľkú časť tohtoročného rastu cien, sa spomaľuje a riziková prémie za konflikt na Blízkom východe sa do značnej miery vytratila. Okrem toho OPEC+ (krajiný Organizácie krajín vyvážajúcich ropu a Rusko) potvrdil, že **ťažba**¹⁴ zostane obmedzená na 39 miliónov barelov denne (mb/d) do konca roka 2025. Po zverejnení dôležitých ekonomických údajov z USA a oznámení OPEC, že sa v zásade drží svojho pozitívneho výhľadu globálneho dopytu po rope, sa však cena ropy podarilo čiastočne zotaviť z predchádzajúcich strát. Barel ropy Brent sa aktuálne obchoduje mierne pod úrovňou zo začiatku mája na úrovni približne 83 USD (k 14. júnu, pozri tabuľku na strane 19). V sledovanom období (od 1. mája do 14. júna) sa cena trójskej unce zlata pohybovala v rozmedzí od 2 300 USD do 2 400 USD; cena zlata bola len prechodne vyššia v polovici mája. Trójska unca sa v súčasnosti obchoduje za 2 333 USD (k 14. júnu, pozri tabuľku na strane 19). V tomto prostredí výmenný kurz eura voči doláru v máji spočiatku rástol a v prvej polovici júna opäť klesol. V súčasnosti sa obchoduje na úrovni približne 1,07 (k 14. júnu, pozri tabuľku na strane 19).

¹³ Ak Fed zaujme jastrabí postoj, znamená to, že uprednostňuje boj proti inflácii pred podporou hospodárskeho rastu.

¹⁴ Ďalšie dobrovoľné obmedzenia vo výške približne 2 mb/d zostanú v platnosti do tretieho štvrtroka tohto roka a od októbra budú postupne zrušené pre osem krajín, zatiaľ čo dobrovoľné obmedzenia zo strany Saudskej Arábie a Ruska zostanú v platnosti aj po októbri.

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

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

Očakáva sa, že celkový rast globálneho HDP dosiahne v roku 2024 približne 3 %. Hoci sa ekonomika USA ochladzuje, riziko tvrdého pristátia sa zdá byť stále nízke. Vyhliadky rastu v eurozóne sa medzitým zlepšujú. Zdá sa, že oživenie v Číne, kde je spotreba naďalej zaťažená realitnou krízou, pokračuje, ale zostáva menej dynamické, ako sa očakávalo. Okrem toho hlavné západné centrálné banky buď už nastúpili na opatrnú a pragmatickú cestu uvoľňovania menovej politiky (ECB), alebo sa očakáva, že tak urobia ešte v tomto roku (Fed). Keďže však inflácia v sektore služieb zostáva na oboch stranách Atlantiku pretrvávajúca, cyklus menového uvoľňovania by sa mohol ukázať ako nepravidelný.

V tomto prostredí investičný výbor skupiny UniCredit potvrdil súčasnú alokáciu aktív globálneho portfólia a zopakoval naše strategické zameranie na „vysokokvalitné dlhopisy“, ako sú podnikové dlhopisy investičného stupňa v eurách a štátne dlhopisy v eurách. Náš neutrálny postoj k akciám sa tiež nemení, pričom uprednostňujeme spoločnosti so silnou schopnosťou určovať ceny a vynikajúcou tvorbou peňažných tokov.

Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

AKCIE

GLOBALNE AKCIE: NEUTRÁLNY

Prostredie pre globálne akciové trhy je priaznivé už od začiatku roka a najnovšie ekonomické údaje aj štvrtročné správy za prvý štvrtrok 2024 prednedávnom priniesli zväčša pozitívne prekvapenia. Napriek náznakom spomalenia zostáva hospodárstvo USA silné a je čoraz jasnejšie, že aj európske hospodárstvo už dosiahlo svoje dno. Očakávania ziskov sú primerane konštruktívne. Pokračujúcu podporu predstavuje aj perspektíva menej reštriktívnej menovej politiky. Zároveň existujú značné riziká – od vysokého ocenenia v niektorých oblastiach cez geopolitické riziká až po neistotu týkajúcu sa začiatku (v USA) alebo rozsahu očakávaného cyklu znižovania úrokových sadziieb zo strany hlavných západných centrálnych bánk. Zachovávame neutrálnu váhu globálnych akcií.

EURÓPSKE AKCIE: NEUTRÁLNY

Nedávne priaznivejšie makroekonomické údaje, ktoré často prekonalí očakávania, naznačujú, že európska ekonomika naberá na obrátkach. Trh práce v eurozóne zostáva stabilný a ochladzovanie inflácie podporuje reálne príjmy. Silné výsledky pravicových strán vo voľbách do EÚ by však mohli spomaliť integráciu EÚ a ovplyvniť európske trhy. Stále relatívne priaznivé ocenenie európskych akcií podporuje túto triedu aktív, ktorá ponúka zodpovedajúco dobré príležitosti pre investorov orientovaných na hodnotu a kvalitu. Naďalej uprednostňujeme neutrálnu váhu.

AMERICKÉ AKCIE: NEUTRÁLNY

Silné makroekonomické prostredie v USA je pre americké akcie pozitívne, aj keď nedávne makroekonomické údaje naznačujú, že rast sa spomaľuje. Vzhľadom na pretrvávajúcu vysokú infláciu stále prevláda neistota, pokiaľ ide o načasovanie a rozsah očakávaného cyklu znižovania sadziieb zo strany Fedu. Ocenenie amerických akcií zostáva vysoké a index S&P 500 vykazuje extrémnu koncentráciu trhu (len samotná spoločnosť Nvidia tvorila v prvých mesiacoch roka 2024 až 34,5 % výnosov v indexe S&P 500). Celkovo si zachovávame neutrálnu váhu.

AKCIE ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV: NEUTRÁLNY

V Ázii zostávame strategicky opatrní pri čínskych akciách. Tamajšie (trochu pomalé) oživenie poháňa export. Pomerne priaznivé ocenenie by však mohlo byť dôvodom pre obmedzené taktické vyrovnanie vzhľadom na fiškálne a menové stimulačné opatrenia. Na druhej strane taiwanské akcie podporuje rozmach v sektore polovodičov. V Latinskej Amerike by opatrný postoj Fedu mohol obmedziť rozsah očakávaného znižovania sadziieb v Brazílii. Celkovo sa však ocenenie akcií rozvíjajúcich sa trhov zdá byť pomerne priaznivé. Pokračujeme v uprednostňovaní neutrálnej váhy, hoci selektívny prístup k rozvíjajúcim sa trhom podľa krajín a sektorov je naďalej zásadný.

AKCIE ÁZIE A TICHOMORIA (ROZVINUTÉ TRHY): VYSOKÁ VÁHA

Podporným faktorom pre japonské akcie zostáva solídny rast miezd. Trhy vo veľkej miere privítali aj skutočnosť, že Bank of Japan (BoJ) ukončila éru záporných úrokových sadziieb a upustila od svojej politiky kontroly výnosovej krivky. Nárast ziskov spoločností a reforma tokijskej burzy cenných papierov tiež podporili rozsiahle spätné nákupy akcií. Počet aj súvisiaci objem spätných nákupov akcií oznámených vo výročnej správe sú najvyššie od roku 2009. Ocenenie sa napriek nedávnomu výkonu nezdá byť drahé. Keďže je však Japonsko veľkým dovozcom potravín a energií, pretrvávajúce oslabenie japonského jenu by mohlo mať vplyv na infláciu, a tým aj na menovú politiku Bank of Japan. Celkovo udržujeme pri akciách Ázie a Tichomoria vysokú váhu.

DLHOPISY

GLOBALNE DLHOPISY: VYSOKÁ VÁHA

Vzhľadom na súčasné výnosy a (očakávanú) zmenu menovej politiky zo strany hlavných západných centrálnych bánk globálne dlhopisy naďalej ponúkajú konkurencieschopný a atraktívny profil rizika a výnosu. Vzhľadom na pokračujúce ochladzovanie inflácie (ale s určitou neistotou, pokiaľ ide o približovanie inflácie k úrovni 2 % stanovenej centrálnymi bankami, najmä v dôsledku pretrvávajúcej pomalej inflácie v sektore služieb) opätovne zdôrazňujeme, že strategicky uprednostňujeme „vysokokvalitné dlhopisy“, ako sú podnikové dlhopisy investičného stupňa v eurách a štátne dlhopisy v eurách. Dlhopisy s dlhou duráciou môžu zohrávať významnú úlohu „makrozabezpečenia“ v prípade výrazného spomalenia ekonomiky (hoci toto nie je náš základný scenár). Udržujeme si vysokú váhu globálnych dlhopisov.

ŠTÁTNE DLHOPISY HMÚ: NEUTRÁLNY

Po tom, čo ECB oznámila zmenu, čo sa týka úrokových sadziieb, si zachovávame konštruktívny pohľad na túto triedu aktív v kontexte ochladzujúcej sa inflácie a v očakávaní ďalšieho znižovania úrokových sadziieb v druhej polovici roka. Napriek nedávnym povzbudivým údajom však nemožno úplne vylúčiť, že inflácia bude naďalej neústupná a že úrokové sadzby preto zostanú na vyššej úrovni dlhšie, ako sa všeobecne očakáva (rizikový scenár). Naša neutrálna váha pre túto triedu aktív preto zostáva nezmenená.

ŠTÁTNE DLHOPISY MIMO HMÚ: NEUTRÁLNY

Náznamy spomalenia americkej ekonomiky sú v poslednom čase viditeľnejšie. Riziko, že Fed by mohol začať svoj cyklus uvoľňovania neskôr a rozsah znižovania úrokových sadziieb by mohol byť menej rozsiahly, ako sa očakávalo, pretrváva aj napriek nedávnomu pozitívnemu prekvapeniu v údajoch o inflácii. V tejto triede aktív zachovávame neutrálnu váhu.

PODNIKOVÉ DLHOPISY INVESTIČNÉHO STUPŇA V EURÁCH: VYSOKÁ VÁHA

Úverové rozpätia podnikových dlhopisov denominovaných v eurách, ktoré naďalej podporuje odolnosť hospodárskeho cyklu a pokračujúce hľadanie výnosov investormi, sú napriek nedávnomu vývoju vo Francúzsku na historicky nízkych úrovniach. Celkovo sa očakáva, že základné ukazovatele podnikov investičného stupňa zostanú silné vďaka zdravým súvahám, vyšším ako očakávaným ziskom, dobrým hotovostným zostatkom a nízkym úrovniam zadlženia v porovnaní s dlhodobými priemerami. Miera platobnej neschopnosti by sa mohla zvýšiť, ale to nie je dôvod na obavy. Pri tejto triede aktív si ponechávame vysokú váhu.

PODNIKOVÉ DLHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSOM: NÍZKA VÁHA

Zdá sa, že úverové rozpätia podnikových dlhopisov s vysokým výnosom, najmä podnikov s nízkym úverovým ratingom, stále plne neodrážajú možné citeľné spomalenie ekonomiky. Okrem toho dlhopisy s vysokým výnosom nie sú dostatočne likvidné, a preto sa v súčasnej fáze hospodárskeho cyklu stále javia ako menej zaujímavé. Dlhopisy s vysokým výnosom si preto ponechávajú nízku váhu.

DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (TVRDÁ MENA): NEUTRÁLNY

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v tvrdých menách vo všeobecnosti ponúkajú zaujímavý výnos z držby (výhoda výnosu oproti štátnym dlhopisom v eurách), ale naďalej sa zameriavame na vysokokvalitné dlhopisy. Pri investovaní do dlhopisov rozvíjajúcich sa trhov treba vždy zvážiť úverové a menové riziko. Zostávame defenzívni a selektívni a naďalej sa vyhýbame krajinám s vysokým zahraničným dlhom a deficitom bežného účtu. V súlade s tým naďalej uprednostňujeme neutrálnu váhu.

DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (MIESTNA MENA): VYSOKÁ VÁHA

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v miestnej mene tiež ponúkajú zaujímavý výnos z držby. Je tu priestor na zníženie úrokových sadzieb, čo by mohlo byť prínosom pre túto triedu aktív. Okrem toho sa meny rozvíjajúcich sa trhov javia ako podhodnotené a je pravdepodobné, že sa opäť presadia, keď Fed začne znižovať úrokové sadzby. V krátkodobom horizonte by však dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov mohli byť zaťažené vyčkávacím postojom Fedu a silnejším americkým dolárom. Treba tiež poznamenať, že potenciálne výnosy môžu byť ovplyvnené potenciálnymi úverovými rizikami a výkyvmi zahraničných mien, ktoré sú na rozvíjajúcich sa trhoch často vyššie. Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v miestnej mene zostávajú s vyššou váhou.

PEŇAŽNÉ TRHY: NÍZKA VÁHA

Hotovosť vo všeobecnosti ponúka zaujímavé výnosy, ale uprednostňujeme investície do vyšších výnosových tried aktív s pevným výnosom, ako sú podnikové dlhopisy denominované v eurách s dobrým úverovým ratingom, keďže naďalej očakávame (ďalší) pokles úrokových sadzieb v USA a eurozóne. V tomto investičnom segmente máme nižšiu váhu.

ALTERNATÍVY: NEUTRÁLNY

Alternatívne investície naďalej ponúkajú potenciál diverzifikácie portfólia. Reálne aktíva ťažia zo svojej úlohy nástroja na zabezpečenie proti inflácii. Zachovávame neutrálnu váhu alternatívnych investícií.

KOMODITY: NEUTRÁLNY

Nízke zásoby ropy, znižovanie ťažby zo strany OPEC+ (najväčší producenti ropy a Rusko, spolu 23 štátov), geopolitické napätie a vyšší hospodársky rast prispievajú k cenám ropy. OPEC+ však od októbra 2024 postupne ukončí zníženie ťažby o 2,2 milióna barelov denne. V tejto triede aktív stále uprednostňujeme neutrálnu váhu.

ZLATO: NEUTRÁLNY

Zlato naďalej ťaží zo zvýšených nákupov centrálnych bánk – najmä Čínskej ľudovej banky po tom, ako sa USA a EÚ rozhodli zmraziť menové rezervy ruskej centrálnej banky. Podpornými faktormi zostávajú aj očakávania nižších úrokových sadzieb a geopolitická neistota. Zachovávame neutrálnu váhu.

MENY

EUR – USD

Pokračujúci silný rast v USA (ktorý je silnejší ako v iných regiónoch, ako napríklad v eurozóne) a trpezlivý Fed, ktorý vzhľadom na pretrvávajúcu infláciu v niektorých oblastiach stále zastáva vyčkávací postoj, by mali v nasledujúcich mesiacoch naďalej podporovať americký dolár.

Stĺpčeky

Miestni investiční riaditelia v dialógu s klientmi

Odpovede z Talianska

HROZÍ DRUHÁ „DLHOVÁ KRÍZA EUROZÓNY“?

Výsledky nedávnych volieb do Európskeho parlamentu a rozhodnutie francúzskeho prezidenta Macrona o vypísaní predčasných volieb výrazne ovplyvnili finančné trhy eurozóny. Rozpätie výnosov 10-ročných francúzskych štátnych dlhopisov v porovnaní so zodpovedajúcimi nemeckými štátnymi dlhopismi dosahuje v čase písania tohto článku približne 80 bázických bodov, pričom koncom mája to bolo približne 50 bázických bodov. Rozpätie talianskych štátnych dlhopisov v porovnaní s nemeckými sa v rovnakom období tiež zvýšilo zo 130 bázických bodov na takmer 160 bázických bodov. Ide o významné pohyby, ktoré pripomínajú určité náročné historické etapy dlhu tzv. periférnych krajín eurozóny – najmä obdobie známe ako dlhová kríza eurozóny, ktorá prebiehala v rokoch 2010 až 2012.

Hoci je pravdepodobné, že neistota a volatilita budú pokračovať až do francúzskych volieb, nemyslíme si, že sme blízko krízy, ktorá by si vyžadovala prehodnotenie strategického prístupu našich investičných portfólií.

Začnime všeobecným makroekonomickým kontextom. Udalosti z obdobia rokov 2010 – 2012 boli predovšetkým dôsledkom problémov s verejnými financiami najzadlženejších krajín eurozóny po globálnej recesii v rokoch 2008 – 2009. Vrchol krízy sa v skutočnosti dosiahol reštrukturalizáciou gréckeho dlhu. Zo systémového hľadiska dnes platí, že pandémia spôsobila zvýšenie priemernej úrovne verejného dlhu, ale stalo sa tak v podstate rovnomerne medzi európskymi krajinami, takže neexistujú problémy týkajúce sa relatívneho zhoršenia alebo krajín, ktorých finančná situácia je výrazne horšia v porovnaní s ostatnými. Okrem toho sa v dôsledku krízy v oblasti zdravotníctva a konfliktu na Ukrajine stala hospodárska politika na podporu podnikov a spotrebiteľov na úkor verejného rozpočtu v podstate prijateľnou a takmer nevyhnutnou. Navyše Európska únia a ECB v priebehu rokov zdokonalili monitorovacie, podporné a intervenčné mechanizmy, aby zabránili rizikám nadmerného nárastu nákladov na dlh krajín v tejto oblasti. Ďalším podstatným rozdielom je, že finančný systém a najmä banky sú dnes oveľa stabilnejšie a vybavené značným kapitálom na zvládanie fáz stresu.

Analyzujeme tiež súčasný trhový kontext. K tomuto rozšíreniu rozpätí došlo v podstate v dôsledku výrazného poklesu výnosov nemeckých štátnych dlhopisov, ktoré čiastočne ťažili z úlohy bezpečného útočiska v prípade finančného napätia. K tomuto poklesu však došlo aj v súvislosti s podobným pohybom smerom nadol vo výnosoch amerických vládnych dlhopisov. Investori totiž pomaly prehodnocujú výsledok posledného zasadnutia Fedu vzhľadom na nedávne údaje o trhu práce a inflácii, ktoré vykresľujú priaznivejší obraz pre začiatok znižovania sadzieb neskôr v tomto roku.

Ďalším zmierňujúcim prvkom je smerovanie politiky ECB – po prvom znížení v júni očakávame ďalšie dve zníženia, po jednom štvrtročne, aby na konci roka dosiahla depozitná sadzba úroveň 3,25%. Najreštriktívnejšia fáza menovej politiky je teda za nami, a to tak z hľadiska úrovne ceny peňazí a jej vplyvu na cenu dlhu, ako aj z hľadiska zníženia záporných tokov na trhu štátnych dlhopisov v dôsledku zníženia bilancie centrálnej banky (t. j. kvantitatívneho sprísňovania).

Na záver zvažujeme naše zásady výstavby portfólia. Väčšina našich dlhopisových portfólií je investovaná do nástrojov vysokej kvality z hľadiska likvidity a úverovej bonity: štátnych dlhopisov a podnikových dlhopisov investičného stupňa. Vplyv tohto rozšírenia rozpätí preto zmierňuje alokácia do nemeckých štátnych dlhopisov a podnikových dlhopisov, ktoré vďaka svojmu výnosu z držby môžu absorbovať nepriaznivé pohyby niektorých zložiek portfólia. Je tiež dôležité pamätať na náš globálny prístup k akciovým investíciám, a teda na prítomnosť ďalšieho faktora zmierňujúceho politické riziká – v tomto prípade hovoríme o prirodzenej prítomnosti amerických dolárov v dôsledku našich pozícií v amerických akciách. V posledných dňoch sme zaznamenali posilnenie amerického dolára voči euru, čo pomohlo zachovať celkovú hodnotu našich portfólií.

Napriek ďalšiemu prvku politickej neistoty, ktorý sa ukazuje na scéne, sme presvedčení, že sme najlepšie možné pripravení zvládnuť akúkoľvek fázu volatility.

ALESSANDRO CAVIGLIA, *investičný riaditeľ pre Taliansko, UniCredit SpA*

Odpovede z Rakúska

AKÉ SÚ MOŽNÉ DÔSLEDKY ODSÚDENIA DONALDA TRUMPA V SÚVISLOSTI S PREZIDENTSKÝMI VOĽBAMI V USA?

Donald Trump sa stal prvým bývalým prezidentom USA, ktorý bol odsúdený za trestný čin. Pred predsedajúcim sudcom Juanom Merchanom teraz stojí bezprecedentná úloha vyniesť nad Trumpom rozsudok. 11. júla, štyri dni pred začiatkom republikánskeho národného zhromaždenia, sudca Merchan rozhodne, aký trest bude najvhodnejší – buď väzenie, podmienený trest, alebo bezpodmienečné prepustenie, čo znamená žiadny trest. Existuje aj možnosť odňatia slobody, ale vzhľadom na to, že Trump je prvopáchatelom, je nepravdepodobné, že by bol uväznený. Trump sa tiež môže proti rozhodnutiu odvolať, čo môže trvať mesiace alebo roky.

Okrem toho Trump čelí ďalším trom trestným stíhaniam: dvom v súvislosti s jeho údajnou snahou zvrátiť volebné víťazstvo prezidenta Bidena v roku 2020 a jednému, v ktorom je obvinený, že po odchode z Bieleho domu si nezákonne ponechal utajované dokumenty. Trumpovi sa podarilo oddialiť tieto tri ďalšie trestné konania, ktorým čelí, až do takej miery, že žiadne z nich sa nemusia odhrať pred novembrovými voľbami.

Napriek týmto trestným konaniam sa Trump stále môže uchádzať o post prezidenta Spojených štátov, keďže americká ústava nezakazuje odsúdenému zločincovi zastávať tento úrad. V prípade opätovného zvolenia za prezidenta sa Trump stane prvým odsúdeným zločincom na poste najvyššieho predstaviteľa USA.

Je zaujímavé, že na trhy tento vývoj zrejme nemá veľký vplyv. Konkrétne len akcie Trumpových spoločností pôsobiacich v oblasti sociálnych médií po vynesení rozsudku o vine výrazne poklesli, ale potom sa mierne zotavili.

Aj keď tento verdikt nemusí znamenať, že Trumpove šance na víťazstvo v novembri klesli, takýto rozsudok by mal vytvoriť nestabilnejšie politické prostredie – ktoré sa pravdepodobne rozšíri na trhy. Netreba zabúdať ani na to, že Bidenova rodina tiež čelí svojim vlastným právnym sporom. Konkrétne prezidentov syn Hunter Biden je súdený za to, že údajne klamal o užívaní drog pri kúpe zbrane. Podľa májového prieskumu analytickej spoločnosti 46 % registrovaných voličov uviedlo, že súčasný prezident USA urobil niečo nezákonné v súvislosti so svojim synom. Pre porovnanie, nie je to oveľa menej ako 54 % registrovaných voličov, ktorí sa vyjadrili rovnako o Trumpovi v prípade konania v Manhattane.

Trumpova kampaň uviedla, že za 24 hodín po vynesení rozsudku vyzbierala takmer 53 miliónov dolárov. A viac ako tretina týchto darcov darovala finančné prostriedky po prvýkrát. Možno to interpretovať tak, že odsúdenie nemusí viesť k zníženiu podpory Trumpa v rámci Republikánskej strany. Okrem toho Trump medzi svojich priaznivcov prilákal aj niektoré známe mená. Napríklad miliardár hedžových fondov Bill Ackman sa údajne prikláňa k podpore Trumpa v amerických voľbách.

Celkovo sa zdá, že je predčasné robiť závery o tom, čo bude toto odsúdenie znamenať pre konečné výsledky volieb v USA. Jedno je však isté – politická neistota sa môže zvýšiť a časť tejto neistoty sa môže preniesť na trh.

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

Odpovede z Nemecka

AKÝ BUDE PODĽA VÁS DÔSLEDOK VOLIEB DO EURÓPSKEHO PARLAMENTU?

Po jasnom víťazstve stredopravej aliancie Európskej ľudovej strany s vedúcou nemeckou kandidátkou Ursulou von der Leyenovou vo voľbách do Európskeho parlamentu môže 65-ročná predsedníčka Európskej komisie dúfať v ďalšie funkčné obdobie. Vo voľbách sa zároveň dokázal presadiť aj politický stred: umiernené, proeurópske strany, medzi ktoré okrem Európskej ľudovej strany patria aj sociálni demokrati, Zelení a liberáli, majú v Európskom parlamente stále jasnú väčšinu (aj keď sa v porovnaní s rokom 2019 oslabila). Zatiaľ je to dobrá správa. Celkovo je nepravdepodobné, že by výsledok volieb viedol k nejakým zásadným otrasom, aj keď pomerne slabý výsledok Zelených odráža skutočnosť, že v týchto voľbách otázka bezpečnosti zrejme (dočasne) predstihla ochranu klímy vzhľadom na zásadné zmeny v posledných rokoch.

Skutočnosť, že v Európskom parlamente bude v budúcnosti viac poslancov z pravicových strán, vyvoláva obavy. V dvoch najväčších členských štátoch Európskej únie, vo Francúzsku a v Nemecku, získali najviac hlasov dve euroskeptické pravicové nacionalistické strany – Národné zhromaždenie Marine Le Penovej a Alternatíva pre Nemecko. Pozornosť sa sústreďuje najmä na Francúzsko, kde prezident Emmanuel Macron hneď po voľbách rozpustil dolnú komoru francúzskeho parlamentu a prekvapivo vyhlásil nové voľby v dvoch kolách na 30. júna a 7. júla. Keďže francúzska vládna koalícia už takmer dva roky nemá v dolnej komore absolútnu väčšinu, Macron by v najhoršom prípade mohol byť nútený stráviť posledné tri roky svojho prezidentovania v „spolužití“¹⁵ so zákonodarným zborom, v ktorom by dominovala Le Penová. To by pravdepodobne výrazne obmedzilo jeho vplyv na vnútropolitické dianie. Nové voľby vo Francúzsku sa budú konať súčasne s tými vo Veľkej Británii, kde takmer všetky prieskumy predpovedajú začiatkom júla jasnú porážku premiéra Rishiho Sunaka a konzervatívcov.

Európa jednoznačne zažíva turbulentné obdobie z politického hľadiska – a to bude mať pravdepodobne vplyv aj na finančné trhy. Európske akciové trhy spočiatku zatažoval výsledok volieb v EÚ, pravdepodobne z dôvodu neistoty týkajúcej sa smerovania fiškálnej politiky vo Francúzsku a možného oslabenia francúzsko-nemeckého spojenectva. Hoci sa zdá byť predčasné vynášať konečné súdy o tom, aké dôsledky by mohol mať výsledok volieb na finančné trhy v strednodobom horizonte, investorov zaujíma predovšetkým (politická) stabilita. Preto sa domnievame, že je pre nich o to lepšie, ak sa nenechajú znepokojiť krátkodobými otrasmi a budú sa držať svojich strednodobých až dlhodobých plánov. Napriek politickej volatilitě je to predovšetkým komplexná analýza makroekonomických podmienok a základných trhových princípov, ktorá podľa nášho názoru umožňuje prijímať fundované a perspektívne dlhodobé investičné rozhodnutia. Ústrednou zložkou našej investičnej stratégie zostáva vhodná diverzifikácia portfólia.

¹⁵ Pri „spolužití“ patria prezident a predseda vlády k rôznym stranám. Ak by Národné zhromaždenie získalo v parlamente väčšinu, Macron by musel vymenovať niekoho z radov tejto strany za predsedu vlády, ktorý by potom vymenoval svojich kolegov na ministerstvách.

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

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

| Od | 14. 6. 23 | 14. 6. 19 | 12. 6. 20 | 14. 6. 21 | 14. 6. 22 | 14. 6. 23 | 14. 6. 19 | 1. 1. 24 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Do | 14. 6. 24 | 14. 6. 20 | 14. 6. 21 | 14. 6. 22 | 14. 6. 23 | 14. 6. 24 | 14. 6. 24 | 14. 6. 24 |
| Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %) | | | | | | | | |
| MSCI Svet (v USD) | 20,1 | 3,6 | 42,2 | -14,7 | 19,0 | 20,1 | 81,8 | 11,3 |
| MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD) | 8,5 | -0,7 | 43,5 | -24,4 | 3,2 | 8,5 | 22,5 | 6,5 |
| MSCI USA (v USD) | 24,6 | 7,9 | 43,9 | -12,9 | 19,1 | 24,6 | 103,4 | 14,1 |
| MSCI Európa (v EUR) | 13,8 | -5,5 | 32,4 | -7,0 | 18,2 | 13,8 | 57,0 | 9,5 |
| MSCI AC Ázia Tichomoríe (v USD) | 9,2 | 3,8 | 36,8 | -22,0 | 8,6 | 9,2 | 32,2 | 7,2 |
| STOXX Europe 600 (v EUR) | 13,8 | -4,4 | 33,1 | -8,3 | 17,9 | 13,8 | 56,9 | 9,3 |
| DAX 40 (Nemecko v EUR) | 10,5 | -1,8 | 31,2 | -15,1 | 22,6 | 10,5 | 48,8 | 7,5 |
| MSCI Taliansko (v EUR) | 25,4 | -9,2 | 36,9 | -11,3 | 33,4 | 25,4 | 84,2 | 11,9 |
| ATX (Rakúsko, v EUR) | 17,2 | -21,0 | 60,0 | -8,7 | 8,7 | 17,2 | 46,5 | 7,9 |
| SMI (Švajčiarsko, v CHF) | 10,0 | 2,7 | 24,8 | -7,3 | 8,7 | 10,0 | 42,6 | 11,5 |
| S&P 500 (USA, v USD) | 24,6 | 7,3 | 42,1 | -10,9 | 19,1 | 24,6 | 104,3 | 14,6 |
| Nikkei (Japonsko, v JPY) | 18,1 | 8,4 | 32,8 | -6,9 | 28,7 | 18,1 | 102,9 | 16,9 |
| CSI 300 (Čína, v jüanoch) | -7,4 | 11,1 | 33,0 | -17,7 | -6,3 | -7,4 | 8,1 | 4,0 |
| Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %) | | | | | | | | |
| Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD) | -0,2 | 17,1 | -4,9 | -14,8 | 0,9 | -0,2 | -3,8 | -0,9 |
| Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD) | 1,7 | 11,0 | -3,4 | -11,2 | 0,4 | 1,7 | -2,3 | 0,0 |
| Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD) | 6,4 | 10,0 | 4,0 | -15,0 | 3,0 | 6,4 | 7,2 | 1,1 |
| Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR) | 3,9 | 2,2 | -1,4 | -16,5 | -3,1 | 3,9 | -15,9 | -1,5 |
| EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR) | 3,9 | 3,1 | 0,9 | -15,6 | -2,0 | 3,9 | -11,1 | -1,3 |
| EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR) | 6,9 | 0,5 | 3,7 | -13,6 | 0,9 | 6,9 | -3,4 | 0,7 |
| Výnosy dlhopisov (zmena v bázičkých bodoch = 0,01 percentuálneho bodu) | | | | | | | | |
| Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD) | 50 | -139 | 80 | 198 | 32 | 50 | 212 | 35 |
| Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD) | 25 | -145 | 38 | 260 | 75 | 25 | 243 | 34 |
| Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD) | -13 | -104 | -29 | 289 | 62 | -13 | 196 | 21 |
| Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR) | -17 | -20 | 19 | 199 | 70 | -17 | 259 | 34 |
| EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR) | -9 | -29 | -3 | 217 | 68 | -9 | 250 | 39 |
| EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR) | -59 | 7 | -48 | 308 | 67 | -59 | 284 | 24 |
| Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičkých bodoch) | | | | | | | | |
| Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master) | -42 | 37 | -80 | 57 | -8 | -42 | -37 | -9 |
| Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield) | -92 | 204 | -311 | 173 | -72 | -92 | -94 | -5 |
| Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A) | -28 | 18 | -42 | 86 | -21 | -28 | 12 | -11 |
| Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield) | -75 | 117 | -234 | 229 | -83 | -75 | -48 | -40 |
| Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičkých bodoch) | | | | | | | | |
| Libor (USD, 3 mesiace) | 9 | -209 | -20 | 189 | 351 | 9 | 320 | 1 |
| Euribor (EUR, 3 mesiace) | 17 | -5 | -18 | 30 | 377 | 17 | 403 | -19 |
| Výmenné kurzy eura (zmena v %) | | | | | | | | |
| Americký dolár (EUR – USD) | -1,2 | 0,1 | 7,1 | -13,7 | 3,4 | -1,2 | -5,1 | -3,3 |
| Britská libra (EUR – GBP) | -1,6 | 0,8 | -4,2 | 0,8 | -1,3 | -1,6 | -5,5 | -3,1 |
| Švajčiarsky frank (EUR – SFR) | -2,3 | -4,6 | 1,8 | -4,5 | -6,2 | -2,3 | -15,0 | 3,0 |
| Japonský jen (EUR – JPY) | 9,8 | -1,0 | 9,6 | 5,8 | 7,5 | 9,8 | 37,7 | 7,3 |
| Komodity (zmena v %) | | | | | | | | |
| Komoditný index (GSCI, v USD) | 18,6 | 27,7 | 4,9 | -3,6 | 7,9 | 18,6 | 65,3 | 12,9 |
| Priemyselné kovy (GSCI, v USD) | 8,2 | -6,6 | 60,8 | 1,5 | -11,3 | 8,2 | 47,9 | 9,0 |
| Zlato (v USD za uncu čistého zlata) | 19,4 | 29,6 | 7,5 | -2,7 | 8,0 | 19,4 | 72,7 | 12,9 |
| Ropa (Brent, v USD za barel) | 9,1 | -37,1 | 87,8 | 65,9 | -39,5 | 9,1 | 32,7 | 6,3 |

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 14. 6. 2024.

Odmietnutie zodpovednosti

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

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

Treba si tiež uvedomiť, že:

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

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

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

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 14. júnu 2024.



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



Adresa
Šancová 1/A,
813 33 Bratislava



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions