



Návrat k väčšej rovnováhe

Rozbor súčasného ekonomického prostredia a dynamiky trhu

Investičná stratégia skupiny

Výhľad č. 6/2024

Index

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKROEKONOMIKA A TRHY	9
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	13
AKO INVESTOVAŤ	16

Zhrnutie



MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

Podľa signálov vyplývajúcich z prieskumov ISM a údajov o trhu práce hospodárstvo USA stráca dynamiku a výrobný sektor a sektor služieb zápasia s problémami. Spotrebiteľia vydávajú menej za služby a viac za základné veci. Navyše pretrvávajúce slabé nové objednávky naznačujú pravdepodobnosť stagnácie výroby vo výrobnom sektore v nasledujúcich mesiacoch. V dôsledku poklesu nájomného a cien automobilov stále klesá inflácia, čo naznačuje, že Federálny rezervný systém (Fed) možno pristúpi k zníženiu úrokových sadzieb.

Pokiaľ ide o eurozónu, predstihové ukazovatele naznačujú mierne spomalenie hospodárskeho rastu na konci 2. štvrťroka, a to napriek pokračujúcemu pozitívnemu trendu. PMI Nemecka signalizuje stagnáciu, zatiaľ čo Francúzsko naďalej klesá, hoci pomalším tempom, na druhej strane Taliansko a Španielsko stále rastú, pričom zvlášť silné je Španielsko. Inflácia sa mierne znížila na 2,5 %, ale jadrová inflácia zostala na úrovni 2,9 %, a to v dôsledku cien služieb. Očakáva sa pomalé pokračovanie dezinflácie.

Rast HDP v Číne v druhom štvrťroku pribrazil na 4,7 %, čo je pod úrovňou trhových odhadov. Spomalil sa aj rast maloobchodných tržieb, hoci priemyselná výroba prekonalala očakávania, k čomu prispel silný zahraničný dopyt. Trh s nehnuteľnosťami vykazuje známky stabilizácie, ale spotrebiteľská dôvera zostáva slabá. Aj čínske predstihové ukazovatele v júni vykreslili pomerne zmiešaný obraz. Medzi nimi silný Caixin PMI vo výrobe a klesajúci PMI v službách, ktorý odráža sezónne faktory.



MENOVÁ POLITIKA A CENTRÁLNE BANKY

Prezident Fedu Powell vo svojom júlovom prejave v Kongrese potvrdil menovú politiku Fedu, pričom poukázal na silný trh práce a solídnu hospodársku expanziu, hoci pomalším tempom ako v prvom štvrťroku. Konštatoval síce mierny pokrok v inflácii, ale zdôraznil potrebu ďalších údajov, ktoré potvrdia posun k 2 %. Powell je opatrný v otázke skorého uvoľňovania a na augustovom sympóziu v Jackson Hole by mohol naznačiť zmeny v politike.

ECB v júli ponechala svoje kľúčové sadzby nezmenené a zdôraznila opatrný prístup založený na údajoch. Prezidentka Lagardeová uviedla, že najnovšie hospodárske údaje podporujú trend dezinflácie, čo naznačuje nadchádzajúce zníženie sadzieb. Tento trend môžu potvrdiť nové septembrové prognózy, pričom sa očakáva štvrťročné znižovanie až do budúceho roka.



FINANČNÉ TRHY

V júni panovala na svetových finančných trhoch pozitívna nálada, keďže sa očakávalo, že ekonomika USA zažije mäkké pristátie a eurozóna bude vykazovať známky oživenia, a to aj napriek pomalšiemu rastu v Číne. Fed navzdory vyššej inflácii zachoval holubičí postoj, čo prospelo americkým technologickým akciám. V Európe politické udalosti zaťažili akcie, ale očakávanie budúceho zníženia úrokových sadzieb podporilo dlhopisové trhy, a to viedlo k nižším výnosom v USA a eurozóne. Voľby vo Francúzsku spôsobili dočasné zvýšenie výnosov francúzskych a periférnych dlhopisov, ale keď ne zvíťazili populistické strany, výnosy klesli. Cena ropy vzrástla v dôsledku zníženia produkcie OPEC+ a stabilného dopytu, hoci slabý rast Číny neskôr ziský znížil. Cena zlata sa zvýšila v súvislosti s očakávaniami holubičej menovej politiky USA a euro voči doláru posilnilo.



List investičných riaditeľov

Po prvom polroku bohatom na udalosti a pri pohľade na vývoj okolo novembrových prezidentských volieb v USA si môžeme s istotou položiť otázku, či vôbec dôjde k často spomínanému letnému prepadu, keďže v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne nebude núdza o spravodajské titulky.

Najprv sa však pozrieme do spätného zrkadla a zhodnotíme uplynulých niekoľko mesiacov. Už sa takmer zabudlo, že začiatkom roka 2024 sa v USA objavilo mnoho varovaní pred možnou recesiou. Tieto varovania v súčasnosti do veľkej miery utíchli. Ako vysvetľujeme v časti Makroekonomika a trhy, dynamika americkej ekonomiky sa naďalej spomaľuje, čo vedie k normalizácii trhu práce a inflácie a zvýšeniu vyhládok na prvé zníženie úrokových sadzieb v USA v druhej polovici roka. Solídny rast v USA spôsobil, že výrazné fantázie o znížení úrokových sadzieb, ktoré boli do cien dlhopisov započítané na začiatku roka, sa postupne opäť precenili, a to viedlo k (dočasným) cenovým stratám v dlhopisových portfóliách. Mimochodom, tento vývoj sa netýkal len USA, ale aj Európy. Európska centrálna banka (ECB) už raz úrokové sadzby znížila a ďalšie zníženie by mohlo nasledovať. Rozsah možného **zníženia úrokových sadzieb**¹ do konca roka však bude pravdepodobne výrazne nižší, ako sa očakávalo na začiatku roka.

Na strane akcií to bolo naopak. Dobrá hospodárska situácia podporila akciové trhy. V očakávaní rastúceho tempa rastu HDP a mierne klesajúcich úrokových sadzieb sa zvýšili aj ziskové očakávania spoločností. Podľa **konsenzuálnych odhadov**² sa v rokoch 2025 a 2026 očakáva ročné tempo rastu zisku spoločností v hlavných európskych akciových indexoch tesne pod 10 % a v prípade spoločností v amerických indexoch dokonca mierne nad 10 %. Rásť by opäť malo aj nemecké hospodárstvo, ktoré bolo v posledných rokoch oslabené: Očakáva sa, že miera rastu ziskov nemeckých akcií bude v nasledujúcich dvoch rokoch v priemere podobná ako v USA. Vzhľadom na stále mierne ocenenie v pomere cena/zisk súčasné ceny akcií, ktoré v prvom polroku zaznamenali prekvapivo silný nárast, čiastočne odrážajú očakávania rastu ziskov v roku 2025, ale podobne ako pri roku 2025 sú trhy optimistické aj pre rok 2026. Tieto očakávania by preto mohli motivovať k ďalšiemu rastu cien akcií. Ak sa súčasné očakávania trhu týkajúce sa hospodárskeho vývoja a ziskov podnikov ukážu ako príliš optimistické, mohlo by to viesť k zhoršeniu situácie na akciových trhoch.

Pozoruhodným vývojom sa vyznačoval nielen prvý polrok, ale niekoľko zaujímavých zvrátov prinieslo aj posledných pár dní a týždňov. Po údajne slabom debatnom výkone súčasného prezidenta USA Joea Bidena v televíznom dueli s Donaldom Trumpom sa zvýšili šance republikánskeho kandidáta na zvolenie. Po neúspešnom pokuse o atentát pravdepodobnosť Trumpovho víťazstva vo voľbách ešte vzrástla. Trhy začali oceňovať tzv. „Trumpov obchod“, t. j. najpravdepodobnejšie dôsledky druhého Trumpovho prezidentstva. Tie sa riadili predpokladanými hlavnými usmerneniami prípadnej Trumpovej administratívy: voľnejšia fiškálna politika (v dôsledku nefinancovaného zníženia daní), obchodná politika zameraná na vyššie clá a menej prísna regulácia v niektorých hospodárskych odvetviach. V tejto súvislosti vzrástli výnosy v USA (uvoľnenejšia fiškálna politika znamená potrebu ďalšieho zvyšovania štátneho dlhu, a teda aj zvýšené emisie amerických štátnych dlhopisov) a vzrástli akcie spoločností z vysoko regulovaných odvetví, ako je zdravotníctvo, energetika a bankovníctvo.

Po rozhodnutí Joea Bidena opätovne nekandidovať došlo k čiastočnému protipohybu, keďže trhy počítajú s mierne nižšou pravdepodobnosťou Trumpovho víťazstva. Ak sa však pozrieme na volebné prognostické platformy založené na trhových mechanizmoch, v čase tlače tohto dokumentu je Donald Trump stále jasným favoritom volieb. Ak sa dá týmto platformám veriť,

¹ Zníženie úrokových sadzieb sa po letných prázdninách očakáva aj v USA.

² 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.

jeho vyzývateľkou bude s veľkou pravdepodobnosťou súčasná viceprezidentka Kamala Harrisová. O konečnej nominácii sa však rozhodne až o niekoľko týždňov. Nominačný zjazd Demokratickej strany sa uskutoční 19. až 22. augusta. Dovtedy sa zdá, že na titulných stranách bude dominovať pravdepodobná kandidátka Kamala Harrisová. V tejto súvislosti budeme s veľkým záujmom očakávať prvé spoľahlivé výsledky prieskumu verejnej mienky o šanciach Harrisovej na zvolenie.

Rovnako vzrušujúca pravdepodobne bude otázka možného kandidáta na post viceprezidenta. V tejto súvislosti treba poznamenať, že pre voľbu prezidenta budú mať veľký význam výsledky z niekoľkých tzv. **swing states**³, ako sú Michigan, Wisconsin a Pensylvánia. V neposlednom rade bude pre trhy dôležitý politický program budúcej americkej administratívy. A o tom bude rozhodovať nielen Biely dom, ale aj väčšina v Kongrese. V poslednom čase sa zvýšil tlak na Joea Bidena, aby odstúpil zo súboja o prezidentskú kandidatúru, a to najmä v dôsledku klesajúcich vyhládok demokratických členov Kongresu, či už v Snemovni reprezentantov, alebo v Senáte (Kongrese), v ostro sledovaných volebných obvodoch. Vďaka jeho najnovšiemu kroku pravdepodobne opäť začnú prúdiť dary pre tím demokratického prezidentského kandidáta, ako aj pre poslancov Kongresu. Zdá sa, že súboj o budúcnosť americkej politiky je opäť otvorený.

Obnovenie otvorenosti výsledku volieb znamená pre trhy mierne zvýšenú neistotu, čo sa odráža v náraste klasických barometrov neistoty, ako je **index VIX**⁴. Podľa nášho názoru by takáto neistota nemala mať na trhy dlhodobý negatívny vplyv, pretože, ako sme už spomenuli na začiatku, hospodárske vyhládky USA ani Európy nie sú zlé. Hoci sa ekonomika USA v dôsledku prísnej menovej politiky podľa očakávaní ochladzuje, recesia je veľmi nepravdepodobná. Predseda Fedu Jerome Powell takisto nedávno v americkom Kongrese zdôraznil, že hospodárske riziká sa darí viac vyvažovať. Podľa konsenzuálnych odhadov sa údaje o raste HDP v USA v nasledujúcich štvrtrokoch opäť výraznejšie zvýšia. Aj Európa pravdepodobne prekonala slabšie obdobie a v najbližších štvrtrokoch sa v eurozóne očakáva podobne vysoká miera rastu ako v USA. Centrálné banky v druhej polovici roka zrejme konečne vstúpia do cyklu znižovania úrokových sadzieb a zisky podnikov pravdepodobne porastú. Administratíva vedená Trumpom alebo demokratmi tento trend asi nezvráti. Podľa nášho názoru naďalej pretrvávajú rizikové scenáre, že Fed ponechá úrokové sadzby na súčasnej vysokej úrovni dlhšie, ako sa očakáva, alebo že reštriktívne podmienky menovej politiky vyústia do citelného hospodárskeho poklesu.

Pozoruhodná je najmä všeobecná hospodárska a trhová situácia, ktorá predstavuje takmer ideálny scenár pre portfóliá s viacerými aktívami. Mierny, ale stabilný hospodársky rast s klesajúcimi úrokovými sadzbami (v dôsledku zmierňovania inflačných tlakov) by mal podporiť akciové aj dlhopisové trhy. Vzhľadom na vývoj volieb v USA sa vzrušujúci vývoj zrejme nezastaví ani v nasledujúcich mesiacoch. Ak však nenastane žiadny z uvedených rizikových scenárov, napätie na trhoch by malo byť obmedzené.

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

³ „Swing states“ sú štáty USA, v ktorých sa očakáva tesný volebný výsledok a v minulosti často prechádzali z jednej strany na druhú. Je to dôležité, pretože v prevažnej väčšine štátov sa často hlasuje jednoznačne podľa straníckej príslušnosti.

⁴ Indexom VIX sa meria implikovaná volatilita (t. j. odvodená z akciových opcí), ktorá v poslednom čase mierne vzrástla.

V centre pozornosti

Posun doprava vo Francúzsku odvrátený, ale neistota pretrváva

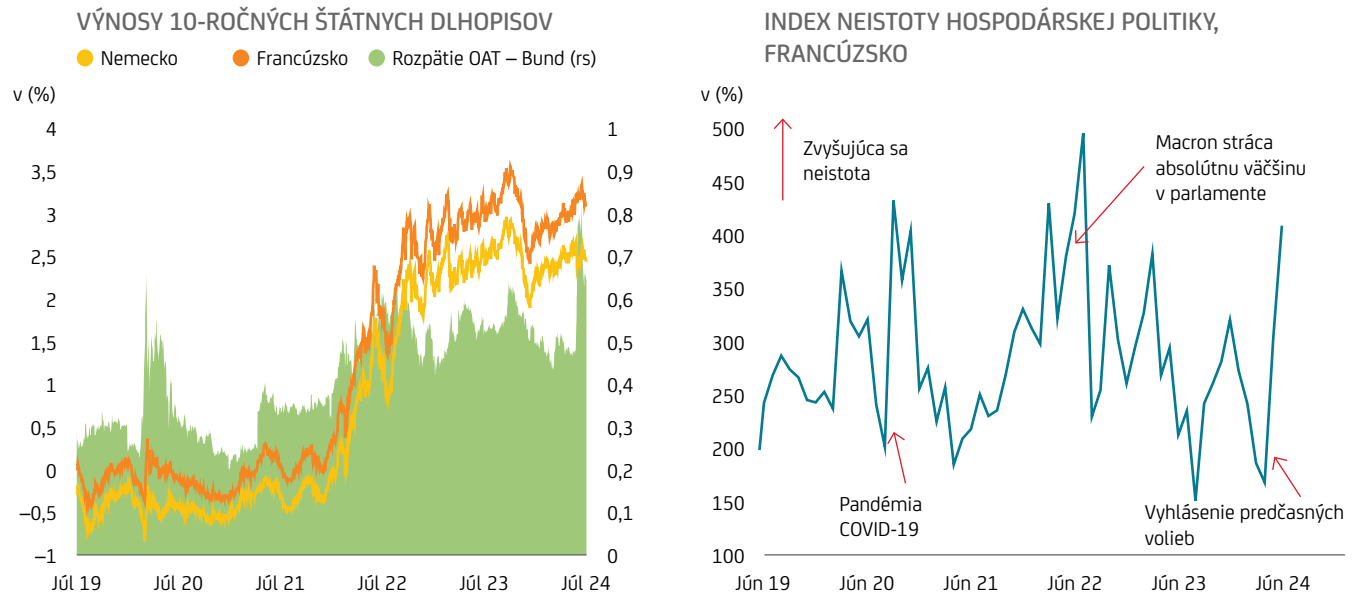
Francúzsko, ktoré je druhou najväčšou ekonomikou Európskej únie (EÚ), sa od volieb do Európskeho parlamentu nachádza v hlbokej politickej kríze, ktorá je väčšia ako kedykoľvek v nedávnej histórii krajiny, po tom, ako prezident Emmanuel Macron v reakcii na neuspokojivé výsledky svojej straníckej aliancie Ensemble a na pravicovo-populistické hnutie Rassemblement National (RN) Marine Le Penovej a jej spojencov, ktoré sa v prvom kole volieb do Národného zhromaždenia stalo (dočasne) najsilnejšou politickou silou v krajine, vypísal nové voľby do **Národného zhromaždenia**⁵ a v druhom kole hlasovania široká demokratická aliancia odvrátila absolútnu väčšinu pre RN. Ľavicová aliancia Nový ľudový front sa prekvapivo stala najsilnejšou silou pred Macronovým stredovým táborom. Rassemblement National sa umiestnilo až na treťom mieste, ale dokázalo výrazne zvýšiť počet svojich kresiel. Výsledok parlamentných volieb teda zatiaľ nič „nevyjasnil“, v rozpore so zámerom, ktorý Macron vyjadril po rozpustení Národného zhromaždenia. Teraz stojí pred úlohou nájsť stabilnú vládnú väčšinu v roztrieštenej francúzskej straníckej scéne. Chceme sa však menej sústrediť na politický rozmer najnovšieho vývoja a viac na jeho dôsledky pre hospodárstvo a kapitálové trhy.

⁵Národné zhromaždenie je jednou z dvoch komôr francúzskeho parlamentu. Podieľa sa na tvorbe právnych predpisov a môže zvrhnúť vládu hlasovaním o nedôvere.

TRHY ODRÁŽAJÚ OBAVY O POLITICKÚ A FINANČNÚ STABILITU VO FRANCÚZSKU

Nie je prekvapením, že obavy o politickú stabilitu vo Francúzsku pred predčasnými parlamentnými voľbami spôsobili, že neistota v oblasti hospodárskej politiky sa v júni zvýšila na dvojročné maximum. V dôsledku toho výrazne vzrástli výnosy francúzskych štátnych dlhopisov (OAT), najmä v porovnaní s výnosmi nemeckých štátnych dlhopisov (Bundov). Konkrétne pred vyhlásením nových volieb sa rozpätie výnosov 10-ročných dlhopisov (rozpätie OAT – Bund) pohybovalo na úrovni približne 45 bázičných bodov (bps) a potom sa takmer zdvojnásobilo (pozri graf 1). Dosiahlo tak najvyššiu úroveň od európskej krízy štátneho dlhu v roku 2011. V porovnaní s úrovňou po prvom kole volieb sa však rozpätie OAT – Bund odvtedy opäť výrazne znížilo, čo naznačuje zmiernenie obáv investorov. Posledné udalosti zanechali stopy aj na akciovom trhu. Hoci sa francúzsky referenčný index CAC 40 po vyhlásení Macronových volieb mierne zotavil zo svojho minima, výrazne zaostáva za referenčnými indexmi ostatných európskych krajín (k 19. júlu 2024, pozri tabuľku).

1. ROZPÄTIE OAT – BUND VZRÁSTLO NA NAJVYŠŠIU ÚROVEŇ ZA POSLEDNÉ ROKY



Poznámka: OAT: Obligations Assimilables du Trésor (francúzske štátne dlhopisy), Bund: Nemecké štátne dlhopisy, rozpätie OAT – Bund: Rozdiel vo výnosoch 10-ročných francúzskych a nemeckých štátnych dlhopisov.

„Indexom neistoty hospodárskej politiky“, nástrojom na meranie úrovne neistoty vyvinutým Bakerom, Bloomom a Davisom, sa meria neistota hospodárskej politiky na základe počtu novinových článkov obsahujúcich slová „ekonomika“ (alebo „ekonomický“), „neistota“ (alebo „neistý“) a jednu alebo viac položiek súvisiacich s politikou. Zdroj: Bloomberg, Baker, Bloom & Davis, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 15. 7. 2019 – 15. 7. 2024 (ľavý graf) a 30. 6. 2019 – 30. 6. 2024 (pravý graf)

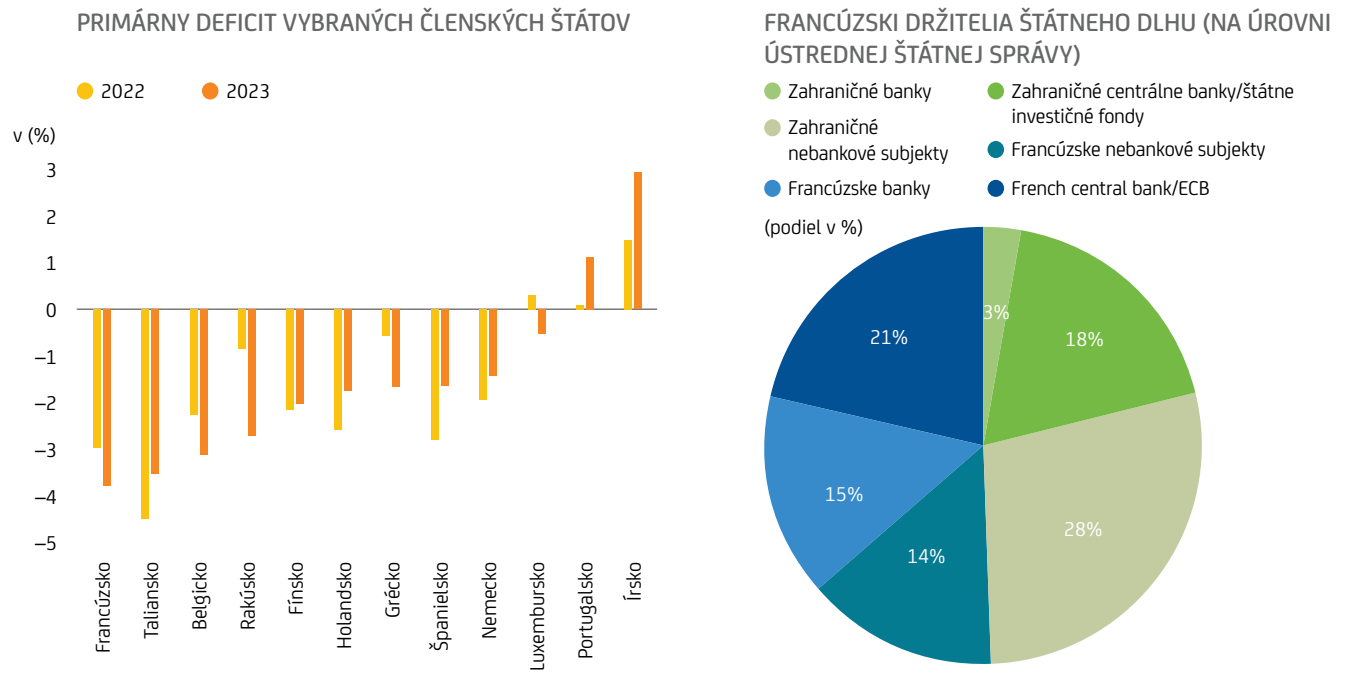
Obavy investorov, že budúca vláda vo Francúzsku by mohla vyvolať novú dlhovú krízu v eurozóne, sa s výsledkom volieb výrazne zmenšili. Skúsenosti ukazujú, že trhy okamžite penalizujú vyhliadky na nezodpovedné rozširovanie verejných výdavkov a nedostatok finančnej disciplíny. V roku 2022 vypukla na trhu s dlhopismi Spojeného kráľovstva kríza, keď vtedajšia premiérka Liz Trussová predložila rozpočet, ktorý predpokladal nekryté zníženie daní a energetickú pomoc v celkovej výške niekoľkých miliárd libier, čo účastníci trhu považovali za „fiškálne harakiri“. Výnosy britských štátnych dlhopisov prudko vzrástli, a to prinútilo Bank of England zasiahnuť. Po necelých 50 dňoch vo funkcii bola Trussová nútená odstúpiť. Po drvivom víťazstve Labouristickej strany 4. júla sa skončila aj jej kariéra poslankyne Dolnej snemovne.

Udržateľnosť francúzskeho dlhu v skutočnosti nie je novou témou diskusií. Macronovi sa zatiaľ nepodarilo znížiť štátny dlh. Ešte pred voľbami do Európskeho parlamentu ratingová agentúra Standard & Poor's znížila úverový rating Francúzska o jeden stupeň z AA na AA– v obave, že dlh sa zvýši v dôsledku vyšších deficitov, než sa očakávalo. Štátny dlh Francúzska sa v minulom roku zvýšil na takmer 111 % hrubého domáceho produktu (HDP). Rozpočtový deficit vo výške 5,5 % bol výrazne nad cieľovou hodnotou 3 % stanovenou Európskou úniou (EÚ). Úrokové zaťaženie Francúzska sa od roku 2021 viac ako strojnásobilo a v tomto roku dosiahlo 57 miliárd eur. V roku 2023 mala krajina zároveň najvyšší **primárny deficit**⁶ spomedzi členských štátov eurozóne, zatiaľ čo viaceré periférne krajiny dokázali svoje deficity znížiť (pozri graf 2). Skutočnosť, že Európska komisia sa snaží začať voči Francúzsku postup pri nadmernom deficite, zdôrazňuje obmedzený finančný priestor krajiny. Okrem toho bol francúzsky hospodársky rast za posledných 10 rokov pomerne slabý a podľa prognóz Medzinárodného menového fondu (MMF) bude HDP na obyvateľa v nasledujúcich piatich rokoch naďalej zaostávať za rastom v USA a Nemecku.

Okrem zlých fundamentálnych ukazovateľov by mohla byť na škodu aj investorská štruktúra francúzskych štátnych dlhopisov. Podľa štatistík MMF v súčasnosti vlastní viac ako štvrtinu celkového francúzskeho verejného dlhu zahraničné nebankové subjekty (vrátane hedžových fondov, poisťovní, fondov peňažného trhu a penzijných fondov) (pozri graf 2). Hoci sú veľké francúzske banky na trhu so štátnymi dlhopismi trvalo aktívne, na rozdiel napríklad od Nemecka má na francúzsky trh s dlhopismi potenciálne veľký vplyv pomerne malý počet (zahraničných) veriteľov.

⁶Saldo príjmov verejnej správy a primárnych výdavkov verejnej správy (t. j. výdavkov bez úrokových platieb): Ak príjmy prevyšujú primárne výdavky, krajina dosahuje primárny prebytok; ak sú primárne výdavky vyššie ako príjmy, hovorí sa o primárnom deficite.

2. FRANCÚZSKO S NAJVYŠŠÍM PRIMÁRNÝM DEFICITOM V EUROZÓNE, ZAHRANIČNÉ NEBANKOVÉ SUBJEKTY VLASTNIA VIAC AKO 25 % FRANCÚZSKEHO VEREJNÉHO DLHU



Zdroj: Macrobond, MMF, Barclays Research, Reuters, investičná stratégia skupiny UniCredit, k 31. 12. 2023

Treba však tiež poznamenať, že rámec (menovej) politiky eurozóny sa vyvíjal a zlepšoval. Na rozdiel od obdobia spred 15 rokov má ECB k dispozícii „súbor nástrojov“, ktorý jej v skutočnosti dáva právo kedykoľvek zasiahnuť na dlhopisových trhoch. Prostredníctvom „nástroja na ochranu transmisie“ (Transmission Protection Instrument – TPI), ktorý sa používa ešte jednoduchšie ako **predchádzajúca koncepcia**⁷, Eurosystem môže v prípade neodôvodneného, chaotického vývoja na trhu nakupovať cenné papiere od jednotlivých krajín s cieľom čeliť zhoršeniu podmienok financovania, ktoré nie je odôvodnené základnými ukazovateľmi v jednotlivých krajinách. Rozsah nákupov v rámci TPI, ktoré sa uskutočňujú na **sekundárnom trhu**⁸ a sú zamerané na **dlhopisy verejného sektora**⁹, závisí od závažnosti rizík pre transmisiu menovej politiky. Nákupy dlhopisov nie sú obmedzené ex ante, ale uplatnenie TPI predpokladá, že príslušné krajiny spĺňajú požiadavky EÚ na štátne rozpočty – čo je v prípade Francúzska kľúčový bod. Hlavný ekonóm ECB Philip Lane komentoval pohyby na francúzskom dlhopisovom trhu slovami, že sa nezdajú byť „chaotické“. To znamená, že jedna z nevyhnutných podmienok pre intervenciu centrálnej banky nebola splnená. Napriek tomu sa domnievame, že ECB pravdepodobne nezasiahne, ak sa problémy špecifické pre Francúzsko „prenesú“ do iných členských štátov.

ZÁVER

Zatiaľ čo **úspech Labouristickej strany**¹⁰ v Spojenom kráľovstve začiatkom júla bol nezvyčajne jasný a toryovia zaznamenali najhorší volebný výsledok vo svojej histórii, zdá sa, že riziko rozsiahleho politického prevratu vo Francúzsku bolo po druhom kole predčasných parlamentných volieb zažehnané. Politická neistota však bude pravdepodobne stále pretrvávať a s ňou aj volatilita na francúzskom finančnom trhu. Najnovší vývoj už bol ocenený a zdá sa, že rozpätie OAT-Bund dosiahlo svoj vrchol. Ďalšie postupné zhoršovanie úverovej bonity Francúzska by však odôvodňovalo vyššie rizikové prémie za francúzske štátne dlhopisy. Dôvodom je skutočnosť, že nová francúzska vláda čelí napriek viacerým štrukturálnym hospodárskym reformám veľkým výzvam v oblasti finančnej politiky. Ďalšie uvoľnenie fiškálnej politiky by spôsobilo dodatočný tlak na napäté financie krajiny, aj keď radikálne plány ľavicových a pravicových politických prúdov na výdavky sa pravdepodobne nebudú dať realizovať. Francúzske akcie by medzitým mohli mať v európskom porovnaní problém dohnať tohtoročnú slabšiu výkonnosť vzhľadom na prekvapivé víťazstvo ľavicovej aliancie. Nejasná situácia vo francúzskom parlamente by mohla mať negatívny vplyv na ochotu spoločností investovať a na spotrebiteľské výdavky, spomaliť reformy podporujúce rast, a tým brzdiť oživenie na francúzskom akciovom trhu.

Napriek problémom vo Francúzsku považujeme riziko nového kola dlhovej krízy v eurozóne celkovo za veľmi nízke. Rozhodujúcim faktorom bude pravdepodobne to, do akej miery bude nová francúzska vláda pripravená dodržiavať európske fiškálne pravidlá a či si bude vedomá finančných obmedzení, ktoré jej ukladajú kapitálové trhy. Dá sa to predpokladať aj napriek zložitej väčšinovej situácii v Národnom zhromaždení.

⁷Nástroj priamych transakcií na sekundárnych trhoch so štátnymi dlhopismi (OMT), ktorý bol zavedený po kríze eura v roku 2012 za prezidenta ECB Maria Draghiho.

⁸Sekundárny trh je čiastkový trh vo finančnom sektore, na ktorom sa obchoduje s už emitovanými finančnými nástrojmi. Je protipólom primárneho trhu, na ktorom sa uvádzajú do obehu nové finančné nástroje.

⁹V prípade potreby možno zohľadniť cenné papiere súkromného sektora.

¹⁰Novým predsedom vlády sa stal Keir Starmer, ktorý s labouristami dosiahol absolútnu väčšinu 411 zo 650 parlamentných kresiel. Toryovia majú len 121 kresiel a liberálni demokrati 72 kresiel.

Makroekonomika a trhy

Normalizácia hospodárstva pokračuje, ECB ponecháva kľúčové úrokové sadzby nezmenené

USA: EKONOMICKÁ DYNAMIKA SA NAĎALEJ OSLABUJE – NORMALIZÁCIA NA TRHU PRÁCE A INFLÁCIA OSLABUJÚ VYHLIADKY NA ZNÍŽENIE ÚROKOVÝCH SADZIEB V DRUHEJ POLOVICI ROKA

Ekonomika USA naďalej stráca dynamiku, ako ukazuje pokles predstihových ukazovateľov v júni. Prieskum Institute for Supply Management / Inštitútu pre riadenie dodávok (ISM) pre spracovateľský priemysel ukazuje, že tento sektor stále zápasí s problémami a skutočné oživenie nie je na dohľad. Celkový index mierne klesol a zostáva pod **hranicou 50 indexových bodov**¹¹ (pozri graf 3). Určitú podporu poskytli prichádzajúce objednávky, ktoré sa po májovom prepade trochu zotavili, ale stále sú slabé. Všetky čiastkové indexy výroby, zamestnanosti a zásob klesli a pretrvávajúce slabé nové objednávky naznačujú, že výroba vo výrobnom sektore bude v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne stagnovať. Prieskum ISM pre sektor služieb v júni tiež nečakane výrazne oslabil a celkový index opäť klesol pod hranicu 50. Tento pokles naznačuje, že spotrebiteľia obmedzujú svoje výdavky na služby, ktoré boli po pandémie nadpriemerné, a venujú väčšiu pozornosť vlastným peňaženkám vzhľadom na oneskorené účinky prísnejšej menovej politiky. Spotrebiteľia zároveň menej míňajú na voľnočasové aktivity a viac sa zameriavajú na základný tovar, ako sú napríklad zdravotnícke služby.

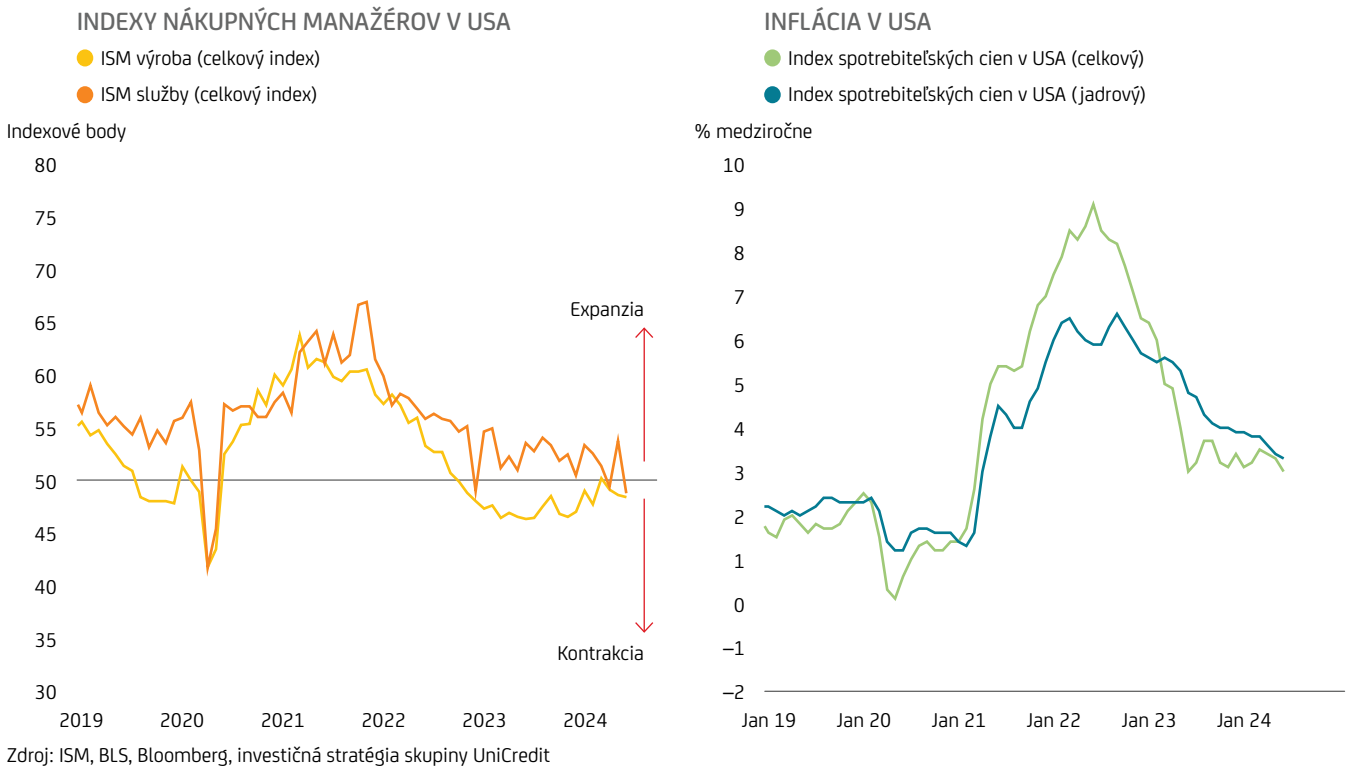
Spomalenie ekonomickej dynamiky sa prejavuje aj na trhu práce. Hoci sa počet zamestnaných osôb mimo poľnohospodárstva v júni zvýšil o viac ako 200 000, prispel k tomu nárast počtu osôb zamestnaných vo verejnej správe a zdravotníctve. V súkromnom sektore (bez školstva a zdravotníctva) sa počet zamestnancov zvýšil len o 54 000. Údaje za apríl a máj boli takisto revidované smerom nadol. V porovnaní s rovnakým mesiacom minulého roka celková inflácia v júni opäť klesla, a to z májových 3,3 % na 3,0 %, pričom jadrová miera inflácie (bez energií a potravín) sa znížila z 3,4 % na 3,3 % (pozri graf 3). **Dezinflačný trend**¹² tak pokračuje smerom k 2 %, pričom ho poháňajú predovšetkým dve silné sily: nájomné z bytov a ceny automobilov. Obe zložky budú v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne naďalej tlačiť infláciu nadol. Júnové údaje o inflácii by mali spolu so známkami spomalenia na trhu práce posilniť presvedčenie predstaviteľov amerického Federálneho rezervného systému (Fed), že sa blíži čas na zníženie úrokových sadzieb.

V júlovom polročnom prejave v americkom Kongrese prezident Fedu Powell potvrdil kurz menovej politiky Fedu. Podľa Powella je trh práce naďalej silný a takmer vyvážený, bez známok prehrievania. Ekonomika sa takisto naďalej rozvíja solídnym tempom. Okrem toho poznamenal, že posledné mesačné údaje o inflácii ukázali mierny pokrok, ale že sú potrebné ďalšie údaje v tomto smere, aby sa získala väčšia dôvera, že inflácia sa bude udržateľne pohybovať smerom k 2 %. To by mohlo naznačovať, že posledná prognóza inflácie na júnovom zasadnutí Fedu bola príliš pesimistická. Navyše vyššia inflácia nie je jediným rizikom, ktorému Fed čelí. Príliš neskoré alebo príliš slabé uvoľnenie menovej politiky by mohlo neprimerane oslabiť ekonomiku a zamestnanosť. Powell však zostáva opatrný, pokiaľ ide o signalizáciu skorého začiatku uvoľňovania menovej politiky. Očakávame, že na oznámenie blížiaceho sa obratu v menovej politike využije sympóziu v Jackson Hole (22. – 24. augusta 2024).

¹¹ Hodnoty pod hranicou 50 vo všeobecnosti naznačujú pokles hospodárskej aktivity.

¹² Dezinflácia naznačuje situáciu, keď miera inflácie v priebehu času klesá, ale stále je vyššia ako nula.

3. PRVÉ UKAZOVATELE USA VYKAZUJÚ NEOČAKÁVANÚ SLABOSŤ, MIERA INFLÁCIE NAĎALEJ KLESÁ



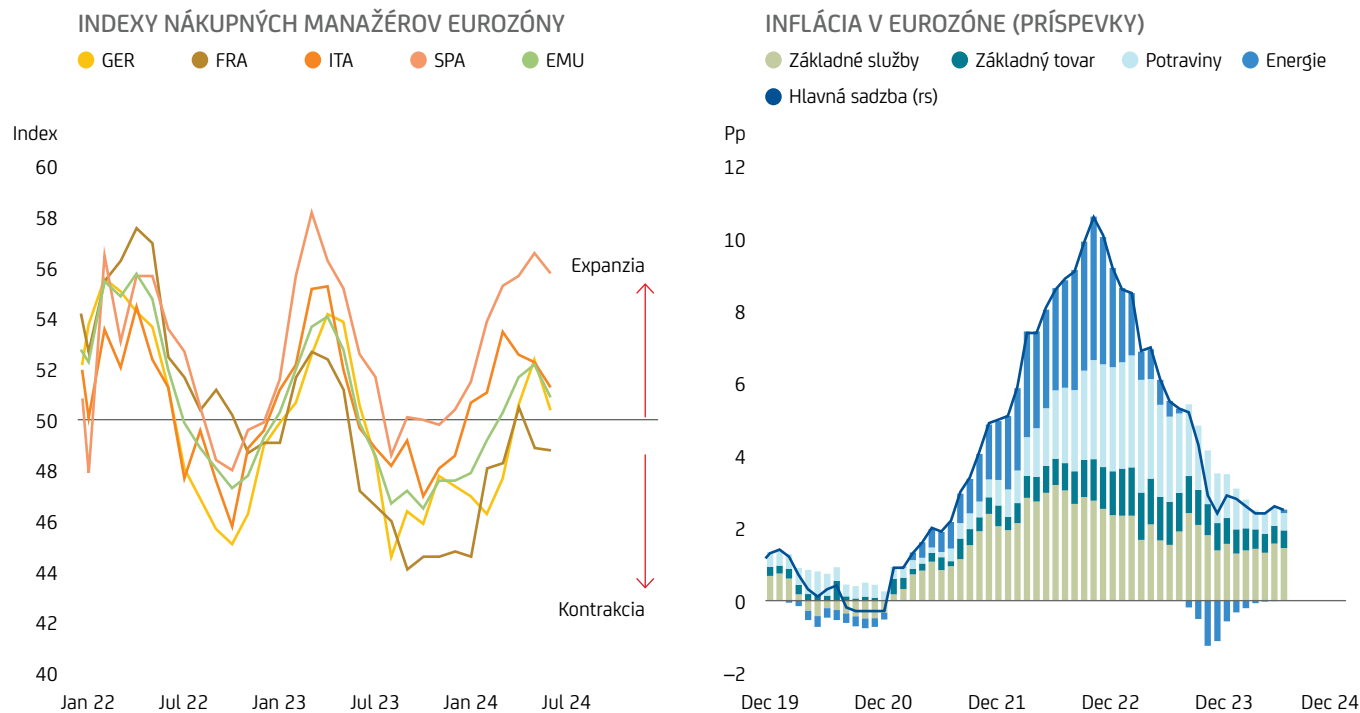
EUROZÓNA: RAST SA OSLABUJE, ALE ZOSTÁVA NEPORUŠENÝ – ECB NEMENÍ SVOJE HLAVNÉ POSTOJE A NECHÁVA OTVORENÉ VŠETKY MOŽNOSTI

Predstihové ukazovatele naznačujú, že hospodárstvo eurozóny ku koncu druhého štvrťroka stratilo dynamiku. Napriek tomu očakávame, že rast zo začiatku roka bude pokračovať aj v druhom štvrťroku. Na úrovni jednotlivých krajín je index nákupných manažérov pre Nemecko tesne nad úrovňou 50 bodov, čo naznačuje, že nemecká ekonomika v júni stagnovala (pozri graf 4). Vo Francúzsku ekonomika naďalej klesá, hoci tempo poklesu sa aspoň spomalilo; celkový index je tesne pod 49 bodmi. Taliansko a Španielsko sa stále nachádzajú vysoko nad hranicou 50 bodov a ukazujú, že obe južné ekonomiky naďalej výrazne rastú, aj keď dynamika v poslednom čase oslabil. V európskom porovnaní zostáva najmä španielsky index na hornej hranici s viac ako 55 bodmi, čo znamená, že celkový hospodársky obraz v eurozóne sa v júni v podstate nezmenil.

V eurozóne medzitým pomaly pokračuje pokles inflácie. Inflácia spotrebiteľských cien v eurozóne v júni medziročne klesla na 2,5 % po tom, ako v predchádzajúcom mesiaci vzrástla na 2,6 %. Jadrová sadzba v júni zostala na úrovni 2,9 %. Hlavná pozornosť sa naďalej sústreďuje na dlhodobú tvrdošijnosť jadrovej miery cien služieb (bez potravín a energií, pozri graf 4), kde je jedným z hlavných faktorov pretrvávajúca vysoká inflácia vo viacerých zložkách (vrátane poistenia, dovolení a hotelov). Naopak, deflácia cien tovarov dlhodober spotreby má tlmiaci účinok na základné tovary. Aj keď dezinflačný trend pretrváva, predpokladáme, že zmiernenie mzdových tlakov zníži aj jadrovú infláciu a v druhej polovici roka posunie celkovú infláciu ďalej k 2 %.

Európska centrálna banka (ECB) v marci podľa očakávania ponechala svoju menovú politiku nezmenenú. Takisto potvrdila svoj prístup založený na údajoch a vyjadrila opatrnosť v súvislosti s vyhlídkami na ďalšie znižovanie úrokových sadzieb. Dôležité však je, že prezidentka ECB Lagardová uznala, že nové informácie „vo všeobecnosti dokladajú“ júnové hodnotenie inflácie, čo znamená, že centrálna banka je na dobrej ceste k ďalšiemu znižovaniu sadzieb. Séria nových makroekonomických prognóz bude uverejnená na najbližšom zasadnutí v septembri. Keďže predpokladáme, že prognóza inflácie ECB sa do veľkej miery potvrdí, zdá sa pravdepodobné, že v septembri dôjde k ďalšiemu zníženiu sadzieb o 25 bázických bodov. Naďalej zastávame názor, že ECB vstúpila do cyklu pomalého uvoľňovania so znižovaním úrokových sadzieb o 25 bázických bodov štvrťročne až do konca budúceho roka.

4. HOSPODÁRSTVO EUROZÓNY STRÁCA DYNAMIKU, HLAVNÝM MOTOROM INFLÁCIE ZOSTÁVAJÚ CENY SLUŽIEB



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

ČÍNA: HOSPODÁRSKE OŽIVENIE V DRUHOM ŠTVRŤROKU ZAOSTÁVA ZA OČAKÁVANIAMI

Rast HDP Číny sa v druhom štvrtroku spomalil z 5,3 % (prvý štvrtrok) na 4,7 % (druhý štvrtrok) v porovnaní s rovnakým štvrtkom predchádzajúceho roka, čo je výrazne pod trhovými odhadmi 5,1 % (pozri graf 5). Hlavným dôvodom poklesu bol pomalší rast maloobchodného predaja. Domáci dopyt a spotrebiteľská dôvera zostali slabé, hoci na ne mali tlmiaci vplyv aj sezónne vplyvy (napríklad extrémne výkyvy počasia a záplavy). Naopak, rast priemyselnej výroby prekonal očakávania trhu, čo poukazuje na nerovnomerný charakter čínskeho oživenia. Relatívne silný zahraničný dopyt podporil výrobný sektor: vývoz sa v júni medziročne zvýšil o viac ako 8 % po májovom náraste približne o 7,5 %. Sekundárny sektor, ktorý zahŕňa priemysel a stavebníctvo, vzrástol v druhom štvrtroku medziročne o viac ako 5 % v porovnaní s 6,0 % v prvom štvrtroku, zatiaľ čo terciárny sektor, ktorý zahŕňa služby, vzrástol o niečo viac ako 4 % v porovnaní s 5 % v prvom štvrtroku.

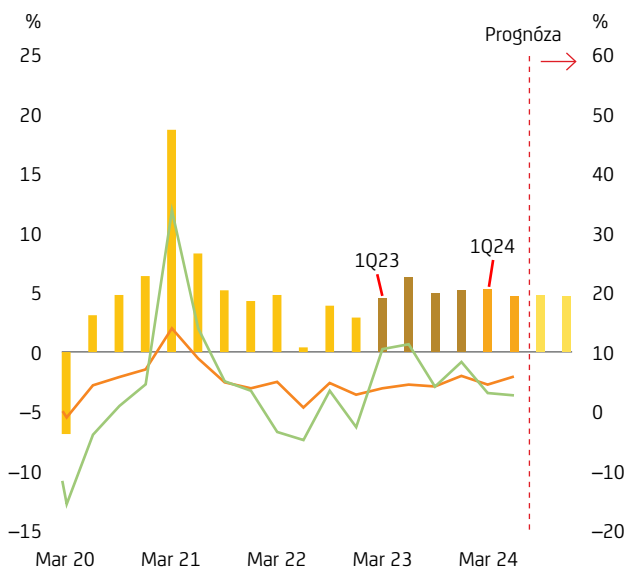
Napriek pretrvávajúcej slabosti sa na trhu s nehnuteľnosťami objavujú prvé známky dosiahnutia dna. Ceny nových bytov v osobnom vlastníctve v júni naďalej klesali, ale menej výrazne ako v predchádzajúcom mesiaci. Objem predaja nehnuteľností na bývanie vykazoval podobný, aj keď menej výrazný trend. Silnejší predaj bytov podporil financovanie developerov, čo znamená, že medziročný pokles v tomto segmente bol v júni o niečo nižší ako v máji a dosiahol približne 12 % (pozri graf 5). V hlavných mestách sa prejavuje oživenie dopytu. Napriek tomu sa trh s nehnuteľnosťami už tri roky nachádza v jednoznačne slabšej fáze, čo sa odráža aj v spotrebiteľskej dôvere a spotrebe. Slabý hospodársky vývoj od pandémie naďalej ovplyvňuje plány súkromných domácností v oblasti spotreby, a tým aj dopyt po nehnuteľnostiach na bývanie.

Aj čínske predstihové ukazovatele v júni vykreslili pomerne zmiešaný obraz. Index nákupných manažérov Caixin pre výrobný sektor v júni prekonal oficiálny index a pokračoval tak v trende od obnovenia čínskej ekonomiky začiatkom minulého roka. Na úrovni necelých 52 bodov dosiahol najvyššiu úroveň za posledných šesť mesiacov, zatiaľ čo oficiálny index nákupných manažérov Národného štatistického úradu zostal nezmenený na úrovni necelých 50 bodov. Index nákupných manažérov Caixin pre sektor služieb v júni klesol na úroveň tesne nad 50 bodov, čo je najnižšia úroveň od októbra 2023. Pokles bol do značnej miery sezónny, keďže v máji index profitoval z prudkého nárastu domáceho cestovného ruchu v dôsledku Zlatého týždňa (voľno). Oficiálny index pre sektor služieb klesol na úroveň tesne nad 50 bodov, čo naznačuje spomalenie rastu.

5. OŽIVENIE ČÍNSKEJ EKONOMIKY STRÁCA NA DYNAMIKE, PREDOVŠETKÝM V DÔSLEDKU SLABÉHO DOMÁCEHO DOPYTU A PRETRVÁVAJÚCEJ KRÍZY V SEKTORE NEHNUTEĽNOSTÍ

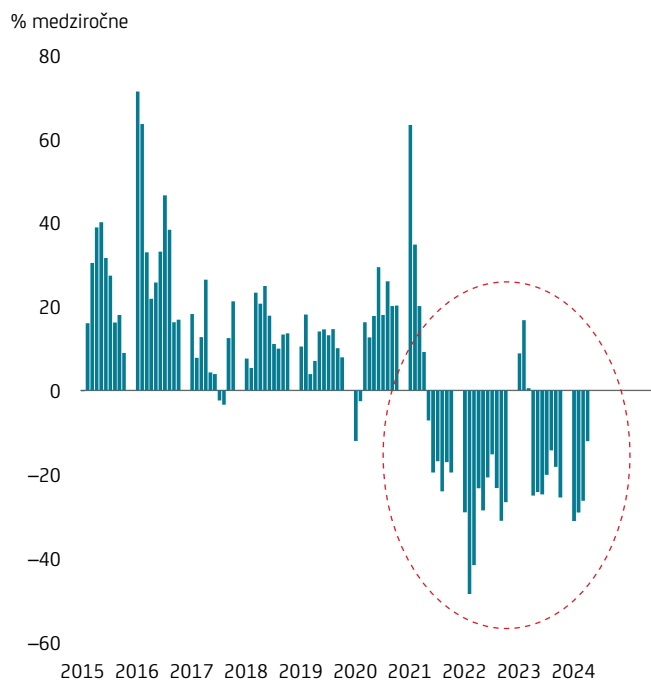
HOSPODÁRSKY RAST ČÍNY

- Rast HDP Číny (medziročne)
- Priemyselná výroba (medziročne) (rs)
- Maloobchodné tržby (medziročne) (rs)



ČÍNSKE NEHNUTEĽNOSTI

- Predaj obytných budov



Zdroj: Národný štatistický úrad Číny, Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit

FINANČNÉ TRHY: VYHLIADKY NA „MÄKKÉ PRISTÁTIE“, ALE POLITICKÉ FAKTORY V POSLEDNOM ČASE ZAŤAŽUJÚ TRHY NA CELOM SVETE

Jún sa na svetových finančných trhoch niesol v znamení v zásade pozitívnej nálady. Vyhliadky na „mäkké pristátie“ americkej ekonomiky a postupné oživenie v eurozóne podporovala pokračujúca solídna výkonnosť svetového hospodárstva (napriek o niečo slabšiemu hospodárskemu vývoju v Číne). Hoci sa v USA objavili náznaky miernej **jastrabej**¹³ menovej politiky, najmä v dôsledku pretrvávajúcich vyšších hodnôt inflácie v USA, najnovšie údaje a vyjadrenia predstaviteľov Fedu naznačujú, že základný postoj zostáva holubičí a že sa nedotkne naratívu znižovania úrokových sadzieb. V sledovanom období (od 1. júna do 19. júla) z toho profitovali najmä technologické akcie v USA, ktoré podporili miestne akciové trhy. Na druhej strane v Európe na európske akcie pôsobili výsledky volieb do Európskeho parlamentu (polovica júna) a nových volieb vo Francúzsku (koniec júna) (pozri tabuľku).

Očakávanie zníženia úrokových sadzieb v blízkej budúcnosti zanechalo stopy i na dlhopisových trhoch. Dopyt po dlhopisoch pokračoval aj v sledovanom období, čo sa prejavilo poklesom výnosov v USA aj v eurozóne (pozri tabuľku). Nové voľby vo Francúzsku naplánované na koniec júna viedli k dočasnému zvýšeniu výnosových prémie francúzskych štátnych dlhopisov a ďalších periférnych krajín, ako sú Taliansko a Španielsko (pozri tiež časť „V centre pozornosti“). Skutočnosť, že pravico-populistické hnutie Rassemblement National sa v druhom kole nových parlamentných volieb vo Francúzsku nakoniec umiestnilo až na treťom mieste a že ani ľavicová aliancia nedokázala získať väčšinu v parlamente (čo znamená, že súčasná vláda pod vedením Emmanuela Macrona zostáva po prvýkrát v úrade ako dočasná), spôsobila ďalší výrazný pokles výnosového rozpätia.

Ceny ropy v júni prudko vzrástli, k čomu prispelo potvrdenie zníženia ťažby zo strany OPEC+ (Organizácia krajín vyvážajúcich ropu a Rusko) do konca roka 2025 a vyhliadky na stabilný dopyt po rope v dôsledku dobrých vyhládok globálneho rastu a pozitívnych stimulov menovej politiky. Túto skutočnosť v júli do istej miery spochybnili slabé údaje o raste Číny v druhom štvrtroku, v dôsledku čoho sa ceny ropy vzdali časti svojich ziskov v prvej polovici júla (pozri tabuľku). Cena zlata v sledovanom období výrazne vzrástla (pozri tabuľku) v dôsledku vyhliadky na holubičiu menovú politiku USA a ďalšieho zníženia dvoch úrokových sadzieb v druhej polovici roka 2024. V tomto prostredí mal výmenný kurz eura dobrú podporu a voči americkému doláru ďalej rástol po tom, ako v období pred voľbami do Európskeho parlamentu stratil určitú pozíciu (pozri tabuľku).

¹³ Slovom „jastrabí“ sa označuje také nastavenie menovej politiky, ktoré má za cieľ skôr kontrolovať infláciu než stimulovať hospodársky rast. Opakom je holubičia politika.

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

AKCIE

GLOBALNE AKCIE: NEUTRÁLNY

Prostredie na svetových akciových trhoch bolo od začiatku roka priaznivé. Napriek náznakom spomalenia zostáva hospodárstvo USA silné a je čoraz jasnejšie, že aj európske hospodárstvo už dosiahlo svoje dno. Očakávaná ziskov sú primerane konštruktívne. Podporuje ich aj perspektíva menej reštriktívnej menovej politiky. Vysoké ocenenie v niektorých oblastiach, geopolitické riziká stále nestrácajú na význame. Zachovávame neutrálnu váhu globálnych akcií.

EURÓPSKE AKCIE: NEUTRÁLNY

Nedávne priaznivejšie makroekonomické údaje, ktoré často prekonalí očakávaná, naznačujú, že európska ekonomika nabera na obrátkach. Trh práce v eurozóne zostáva stabilný a ochladzovanie inflácie podporuje reálne príjmy. 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. Po posledných povzbudivých správach PCE a CPI sa očakáva, že Fed začne uvoľňovať menovú politiku už v septembri. Ocenenie amerických akcií je naďalej vysoké a akciový index S&P 500 vykazuje extrémnu koncentráciu trhu. Celkovo si zachovávame neutrálnu váhu.

AKCIE ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV: NEUTRÁLNY

V Ázii zostávame strategicky opatrní pri čínskych akciách. Oživenie zostáva pomalé, o čom svedčí aj rast HDP v 2. štvrtroku, a poháňa ho najmä vývoz. Pomerne priaznivé ocenenie by však mohlo byť dôvodom pre obmedzené taktické vyrovnanie vzhľadom na fiškálne a menové stimulačné opatrenia. 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 nedávnemu výkonu nezdá byť drahé. Keďže je však Japonsko významným dovozcom potravín a energií, trvalé oslabenie jenu by mohlo mať vplyv na

infláciu, a tým aj na menovú politiku BoJ. 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 opätovne zdôrazňujeme, že strategicky uprednostňujeme „vysokokvalitné dlhopisy“, ako sú podnikové a štátne dlhopisy v eurách s investičným stupňom. 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 EMÚ: NEUTRÁLNY

Po tom, ako ECB začala meniť svoj postoj k úrokovým sadzbám, si zachovávame konštruktívny pohľad na túto triedu aktív v kontexte ochladzujúcej sa inflácie a v očakávaní ďalšieho znižovania úrokových sadziieb v druhej polovici roka. Naša neutrálna váha pre túto triedu aktív preto zostáva nezmenená.

ŠTÁTNE DLHOPISY MIMO EMÚ: NEUTRÁLNY

Stále silná americká ekonomika podporuje štátne dlhopisy krajín mimo EÚ, aj keď v poslednom čase sú viditeľnejšie známky jej spomalenia. 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 nedávnemu 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 nedávnemu 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 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. 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. Zachováваме neutrálnu váhu alternatívnych investícií.

KOMODITY: NEUTRÁLNY

Nízke zásoby ropy, zníženie ťažby zo strany OPEC+ (najväčší producenti ropy a Rusko, spolu 23 štátov) i geopolitické napätie podporujú ceny 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. Zachováваме neutrálnu váhu.

MENY

EUR-USD

Posledné makrodáta, najmä ochladenie inflácie v USA, potvrdzujú náš scenár, ktorý uprednostňuje tri zníženia sadzieb do decembra. V dôsledku toho by mal byť americký dolár aj naďalej penalizovaný tým, že trhy stále počítajú s intenzívnym uvoľňovaním zo strany Fedu po zvyšok roka 2024.

Ako investovať

Investičné nápady v aktuálnom scenári



INVESTÍCIE DO AKCIÍ

NAŠA PREDSTAVA: EDGE AI (OKRAJOVÁ AI): ŠPIČKOVÝ INVESTIČNÝ POTENCIÁL

Generatívna umelá inteligencia (AI) sa v roku 2023 stala transformačnou silou. Jej integrácia sa však doteraz obmedzovala na špecifické oblasti hodnotového reťazca. Ak chceme umelú inteligencia skutočne začleniť do všetkých aspektov života spotrebiteľov a produktivity firiem, je potrebné rozšíriť pracovné zaťaženie na zariadenia na okraji sietí. Táto potreba stavia do popredia „Edge AI“ ako ďalší kľúčový krok pre vytvorenie robustnejšej umelej inteligencie.

Na rozdiel od „tradičnej“ umelej inteligencie, ktorá sa spolieha na centralizovanú výpočtovú činnosť vykonávanú vo veľkých dátových centrách, okrajová umelá inteligencia zahŕňa nasadenie algoritmov a modelov umelej inteligencie lokálne, priamo v hardvérových zariadeniach používateľa, ktoré fungujú ako dátové zberače a procesory. Týka sa to zariadení, ako sú smartfóny, nositeľné zariadenia a snímače. Príkladom sú smartfóny s umelou inteligenciou, ktoré poskytujú presné preklady rozhovorov v reálnom čase, alebo samojazdiace auto, ktoré v reálnom čase spracováva údaje zo senzorov pri takých úlohách, ako je držanie vozidla v jazdnom pruhu, detekcia objektov a predchádzanie kolíziám.

Na zachytenie prevratného potenciálu okrajovej umelej inteligencie v porovnaní s centralizovaným modelom je dôležité pochopiť dva hlavné typy výpočtových činností pre umelú inteligencia: tréning a odvodzovanie. Tréning sa týka rozvoja inteligencie v rámci modelu umelej inteligencie a zahŕňa poskytovanie veľkých súborov údajov. Model analyzuje obrovské množstvo poskytnutých informácií a učí sa rozpoznávať vzorce a súvislosti, podobne ako sa robot s umelou inteligenciou učí, ako zdvihnúť závažie. Keď je model umelej inteligencie správne natrénovaný, dokáže predpovedať, rozhodovať a vyvodzovať závery z úplne nových údajov bez toho, aby sa mu museli poskytovať vstupné údaje pre požadovaný výstup. Je to podobné, ako keď robot s umelou inteligenciou vykonáva úlohu zdvíhania neznámeho predmetu, na ktorú nebol špeciálne cvičený. Tento proces sa nazýva inferencia. V tejto fáze je model v pohybe a vykonáva úlohy v reakcii na požiadavky používateľa.

Takmer každá reálna aplikácia umelej inteligencie sa spolieha na odvodzovanie a medzi najbežnejšie príklady patria veľké jazykové modely (LLM), ako je napríklad ChatGPT, prediktívna analýza a zákaznícka podpora. Najmodernejšia technológia sa spolieha na vykonávanie inferencie umelej inteligencie na centralizovanej úrovni, ale je spojená s obmedzeniami súvisiacimi s vysokými nákladmi na infraštruktúru a prenos údajov, oneskorenou odozvou a preťažením siete v dôsledku prenosu údajov zo zariadenia a do zariadenia i s obavami o ochranu súkromia, keďže odosielanie citlivých dát cez sieť zvyšuje riziko narušenia údajov a kybernetických útokov. Tieto obmedzenia výrazne obmedzujú rozsah možných aplikácií, ktoré sa dajú v prostredí umelej inteligencie vyvíjať, a nútia AI zotrvať na veľmi základnej úrovni, ktorá nie je ďaleko od súčasného štádia vývoja. Edge AI prináša riešenie týchto problémov, pretože poskytuje možnosť distribuovať inferenciu v sieti medzi dátovými centrámi, okrajovými servermi a hardvérovými zariadeniami.

Keďže investori začali rozširovať svoju expozíciu voči téme umelej inteligencie smerom od „enablers“ (umožňujúcich faktorov), je pravdepodobné, že okrajová umelá inteligencia sa stane jedným z ďalších príjemcov tejto dynamiky. Napriek tomu, že má vplyv na širokú škálu použitých,

zavedenie spotrebiteľských produktov s okrajovou umelou inteligenciou predstavuje príležitosť pre masový trh na rozšírenie okrajovej AI, a preto očakávame, že v strednodobom horizonte bude v tejto téme dominovať. Nedávno niekoľko spoločností oznámilo uvedenie nových produktov, medzi ktorými sú nové smartfóny označované ako „IntelliPhones“ a počítače s umelou inteligenciou. Na rozdiel od kritizovaného nedostatku inovácií v posledných rokoch sú telefóny IntelliPhones pripravené zásadne zmeniť spôsob, akým vstupujeme do interakcie so svojimi telefónmi, ako aj druh úloh, ktoré s ich pomocou môžeme plniť. Podľa Bank of America kontextové povedomie zariadení umožní skvelú osobnú asistenciu, spracovanie jazyka, monitorovanie zdravia a prediktívne upozornenia na zdravotný stav, pokročilé spracovanie obrazu a rozpoznávanie objektov, zvýšenú bezpečnosť, lepšiu správu batérie, rozšírenú realitu/virtuálnu realitu a ďalšie prispôsobiteľné spôsoby použitia. Zúčastnené spoločnosti majú príležitosť významne zlepšiť svoje podnikanie tým, že sa zapoja do viacročného cyklu výmeny a urýchlia ho, získajú prémie nové zariadení a nové možnosti príjmov vďaka funkciám v zariadení a tzv. killer-aplikáciám. Zavedenie takýchto zariadení a služieb predstavuje pre investorov spôsob, ako sa zapojiť do okrajovej umelej inteligencie výberom spoločností, ktoré sú v čele takejto aplikácie. Prípadne je možné venovať sa tejto téme prostredníctvom konštruktérov a výrobcov čipov, senzorov a zariadení na výrobu čipov špecifických pre okrajovú AI, ako aj podnikov ponúkajúcich pokročilé softvérové riešenia.

INVESTÍCIE DO DLHOPISOV

NAŠA PREDSTAVA: SPOMAĽUJÚCA SA INFLÁCIA PODPORUJE DLHOPISOVÉ TRHY

V posledných týždňoch vykazovali údaje o inflácii v USA a Európe postupné spomaľovanie, pričom sa približovali k cieľom centrálnych bánk. V USA vzrástol cenový kódš spotrebného tovaru v júni o 3 % v porovnaní s rovnakým mesiacom minulého roka. Jadrová inflácia, ktorá nezahŕňa najvolatilnejšie zložky koša, dosiahla 3,3 %, teda najnižšie hodnoty od apríla 2021. Ďalšie spomalenie zaznamenali najmä ceny služieb, ktoré predstavujú zložku najviac ovplyvnenú rastom v posledných mesiacoch. Na našej strane oceánu sú údaje ešte povzbudivejšie: v júni vzrástli spotrebiteľské ceny v eurozóne o 2,5 % v porovnaní s rovnakým mesiacom predchádzajúceho roka. To nie je ďaleko od cieľa Európskej centrálnej banky (ECB) – 2 %.

Okrem reštriktívnej politiky centrálnych bánk klesli ceny niektorých komodít zo svojich vrcholov na začiatku tohto roka, čo takisto prispelo k poklesu inflácie. Predovšetkým meď sa v súčasnosti na londýnskej burze obchoduje pod úrovňou 10 000 USD za tonu v porovnaní s takmer 11 000 USD na konci mája a ropa WTI sa pohybuje na úrovni 80 USD za barel v porovnaní s 87 USD na konci apríla. Od začiatku roka prudko klesli aj ceny poľnohospodárskych komodít, ako sú pšenica a kukurica.

Z makroekonomického hľadiska nové údaje zverejnené v priebehu mesiaca potvrdzujú, že ekonomika USA je stále silná a vykazuje určité známky normalizácie, zatiaľ čo európska ekonomika je slabá, ale nemá problémy. V tomto kontexte môžu inflácia a hospodársky rast umožniť centrálnym bankám, aby zmiernili sprísňovanie menovej politiky, ktoré bolo nevyhnutné na zvládnutie rastu cien po covide. ECB sa síce formálne nezaviazala k ďalším krokom, ale cyklus znižovania sadzieb už začala na svojom zasadnutí začiatkom júna venovanom menovej politike. Trhy s futures v súčasnosti odhadujú, že Federálny rezervný systém pristúpi k prvému zníženiu sadzieb na svojom zasadnutí v druhej polovici septembra.

Z tohto makroekonomického prostredia ťažili trhy s dlhopismi. Výnos 10-ročných štátnych dlhopisov klesol zo 4,60 % na konci mája na úroveň pod 4,20 % v polovici júla. Podobný pohyb zaznamenala sadzba 10-ročných Bundov a klesla približne o 30 bázických bodov do oblasti 2,40 %. Domnievame sa, že dlhopisy emitované najspoľahlivejšími a najbezpečnejšími emitentmi budú naďalej profitovať zo spomaľujúcej sa inflácie a z toho vyplývajúceho uvoľňovania menovej politiky centrálnymi bankami.

Pokiaľ ide o európsky dlhopisový trh, v priebehu júna ho výrazne ovplyvnil aj výsledok volieb do Európskeho parlamentu. Najmä vo Francúzsku, ale aj v iných európskych krajinách voľby odmenili strany s programami, ktoré sľubujú prudké zvýšenie verejných výdavkov a skôr nacionalistickú, než komunitnú rétoriku. To spôsobilo zväčšenie rozdielu medzi výnosmi cenných papierov najviac zadlžených a fiškálne menej opatrných emitentov a výnosmi cenných papierov najspoľahlivejších a najprísnejších štátov (napr. Nemecka, Holandska či Írska). Následný prekvapivý krok francúzskej hlavy štátu Emmanuela Macrona, a síce vypísanie predčasných parlamentných volieb, prehĺbil neistotu a zvýšil volatilitu rozpätia medzi výnosmi francúzskych a nemeckých štátnych dlhopisov. Z francúzskych volieb však nevzišiel jediný víťaz a je pravdepodobné, že budúca vládna koalícia bude zahŕňať umiernennejšie strany a výdavkové predpoklady sa budú revidovať z konzervatívnejšieho hľadiska.

Domnievame sa, že súčasná úroveň rozpätia OAT – Bund presnejšie odráža makroekonomické základy francúzskeho štátu v porovnaní s obdobím spreď niekoľkých týždňov a že návrat na úroveň rozpätia podobnú tej pred voľbami je prinajmenšom v krátkodobom horizonte nepravdepodobný. Dlhopisy v najviac zadlžených krajinách sa môžu stretnúť s novými fázami volatility. V dôsledku toho pre opatrnejších klientov uprednostňujeme bezpečnejších emitentov a kratšiu splatnosť.

V prípade podnikových dlhopisov eurozóny sme v júni zaznamenali rozšírenie kreditných rozpätí v súvislosti s výsledkami volieb do Európskeho parlamentu a následných francúzskych národných volieb. Toto zvýšenie však bolo len krátkodobé a úroveň rozpätí sa už vrátila na hodnoty z konca mája. Napriek oceneniu, ktoré je z historického hľadiska stále relatívne vysoké, sa domnievame, že európske úverové nástroje môžu našim klientom stále ponúknuť dobré príležitosti.

Silné zostávajú najmä základné údaje o podnikoch, s relatívne nízkou úrovňou zadlženia a v priemere dostatočnou úrovňou likvidity, ktorá im umožní prekonať budúce hospodárske neistoty alebo napätie na finančných trhoch. Aj technické ukazovatele podporujú úverové produkty. V prvej polovici roka bol prílev do triedy aktív veľmi pozitívny a ponuka nových emisií sa ľahko absorbovala. Výber emitentov v podnikovom sektore bude naďalej kľúčový na trhu, ktorý však zostáva volatilný, najmä vzhľadom na neistotu týkajúcu sa makroekonomických premenných a geopolitického napätia.

Na záver možno konštatovať, že si zachovávame konštruktívny pohľad na aktíva s pevným výnosom ako celok – najmä na štátne dlhopisy s vyššou úverovou bonitou a na podnikový dlh v eurách s investičným stupňom. Uprednostňujeme takisto taktické riadenie durácie, vládnych a úverových rozpätí.

Vo vyvážených portfóliách pevný výnos opäť zohráva úlohu stabilizátora vďaka pozitívnemu výnosu do splatnosti a toku kupónov. Okrem toho v prípade zvýšeného geopolitického napätia a možného poklesu na akciových trhoch môže byť dlhopisová zložka bezpečným aktívom a cenným spojencom na ochranu pred volatilitou.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	19. 7. 23	19. 7. 19	17. 7. 20	19. 7. 21	19. 7. 22	19. 7. 23	19. 7. 19	1. 1. 24
Do	19. 7. 24	19. 7. 20	19. 7. 21	19. 7. 22	19. 7. 23	19. 7. 24	19. 7. 24	19. 7. 24
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	19,6	6,8	32,2	-9,9	18,6	19,6	79,6	13,4
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	10,2	3,1	27,5	-23,2	7,5	10,2	18,8	8,5
MSCI USA (v USD)	23,2	10,9	35,3	-8,3	18,1	23,2	99,9	15,9
MSCI Európa (v EUR)	13,4	-2,1	21,9	-0,2	12,8	13,4	52,9	9,1
MSCI AC Ázia Tichomorie (v USD)	12,7	6,4	25,5	-20,5	10,6	12,7	30,1	9,9
STOXX Europe 600 (v EUR)	13,6	-0,9	22,3	-1,7	12,7	13,6	53,1	9,2
DAX 40 (Nemecko v EUR)	12,1	5,7	17,1	-12,1	21,0	12,1	48,2	8,5
MSCI Taliansko (v EUR)	26,7	-8,1	17,8	-5,1	38,1	26,7	84,6	17,8
ATX (Rakúsko, v EUR)	20,9	-21,1	48,7	-6,5	13,2	20,9	51,0	12,4
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	12,2	7,5	17,4	-3,6	3,1	12,2	42,9	12,7
S&P 500 (USA, v USD)	23,2	9,8	34,1	-6,2	18,0	23,2	100,7	16,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	25,6	10,2	23,8	-0,6	24,8	25,6	105,8	20,8
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	-4,9	23,3	14,4	-14,7	-7,5	-4,9	4,0	5,3
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	0,7	17,4	-2,9	-13,8	-2,5	0,7	-4,2	-0,7
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	2,4	11,4	-2,2	-10,8	-1,4	2,4	-2,4	0,2
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	6,3	11,0	3,4	-14,8	2,3	6,3	5,8	1,5
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	2,8	1,5	-0,1	-13,6	-7,4	2,8	-17,0	-1,9
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	4,0	2,1	0,9	-13,1	-5,4	4,0	-12,2	-0,7
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	6,6	-0,3	3,5	-12,2	-0,6	6,6	-4,3	1,3
Výnosy dlhopisov (zmena v bázičkých bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	39	-141	55	184	72	39	219	37
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	4	-148	33	241	103	4	240	28
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-21	-116	-13	279	71	-21	209	17
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-4	-13	5	165	118	-4	278	41
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-9	-19	-4	179	114	-9	266	36
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-55	23	-46	278	98	-55	306	18
Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičkých bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-34	27	-53	61	-26	-34	-25	-11
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-81	163	-230	166	-121	-81	-98	-25
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-32	20	-33	88	-31	-32	12	-22
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-96	127	-189	306	-173	-96	-28	-56
Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičkých bodoch)								
Libor (USD, 3 mesiace)	-6	-201	-14	260	286	-6	329	-5
Euríbor (EUR, 3 mesiace)	0	-7	-11	59	360	0	407	-21
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (EUR – USD)	-2,7	1,9	3,0	-12,9	9,5	-2,7	-3,0	-1,4
Britská libra (EUR – GBP)	-3,0	1,4	-5,7	-0,7	1,9	-3,0	-6,0	-3,0
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	0,6	-2,8	0,8	-8,5	-2,9	0,6	-12,2	4,6
Japonský jen (EUR – JPY)	9,8	1,4	5,3	9,3	11,2	9,8	41,9	9,8
Komodity (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	21,1	24,5	-2,1	-6,1	15,5	21,1	59,5	15,9
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	5,2	-3,6	42,3	-9,8	1,5	5,2	33,0	3,6
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	22,2	27,0	-0,1	-5,2	15,3	22,2	68,4	16,6
Ropa (Brent, v USD za barel)	5,5	-30,1	59,0	56,3	-26,0	5,5	35,0	8,2

Upozornenie: Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 19. 7. 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 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