



# Zmeny v politikách a politické toky

Zníženie sadzieb a voľby v USA  
pod drobnohľadom

Investičná stratégia skupiny

Výhľad č. 7/2024

# Index

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

# Zhrnutie



## MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

Americká ekonomika naďalej vykazuje známky spomaľovania, najmä na trhu práce a v oblasti inflácie. Hoci sa miera nezamestnanosti v auguste mierne zlepšila, rast počtu pracovných miest mimo poľnohospodárskeho sektora bol slabší, než sa očakávalo, s revíziami smerom nadol oproti predchádzajúcim mesiacom. Napriek revízii vyhladok rastu však očakávaná mäkkého pristátia americkej ekonomiky zostávajú nedotknuté. Zmierňuje sa aj inflácia, pričom jej celková miera v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka klesla v dôsledku nižších cien energií. Jadrová inflácia, ktorá nezahŕňa energie a potraviny, zostala stabilná v dôsledku pretrvávajúcich tlakov v sektore služieb. Ukazovatele však naznačujú, že inflácia v službách sa v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne bude postupne znižovať. V eurozóne pokračuje hospodárske oživenie pomalým tempom, pričom mierny rast podporuje sektor služieb. Inflácia sa v auguste znížila najmä v dôsledku nižších nákladov na energie, hoci jadrová inflácia zostáva zvýšená, keďže odráža mzdové tlaky. Čínska ekonomika medzitým naďalej zápasí s pomalým rastom a rastúcimi rizikami deflácie, keďže priemyselná výroba a maloobchodné tržby v auguste nedosahovali očakávané výsledky.



## MENOVÁ POLITIKA A CENTRÁLNE BANKY

Americký Federálny rezervný systém (Fed) začal svoj očakávaný cyklus znižovania úrokových sadzieb a v septembri ich znížil výraznejšie, ako mnohí ekonómovia očakávali. K tomuto rozhodnutiu viedlo nedávne spomalenie inflácie a aktivita na trhu práce. Podľa predsedu Fedu Jeroma Powella tieto trendy odôvodňujú zmenu menovej politiky, aj keď hospodárstvo USA zostáva v zásade silné. Prognózy rastu Fedu naznačujú stabilný hospodársky výkon a očakáva sa, že inflácia bude naďalej smerovať k cieľu centrálnej banky. Očakáva sa, že budúce úpravy sadzieb budú postupné, pričom tempo znižovania bude závisieť od prichádzajúcich hospodárskych údajov. Podobne aj Európska centrálna banka (ECB) v septembri znížila úrokové sadzby. Napriek určitým úpravám svojich prognóz inflácie a rastu je ECB naďalej optimistická, že inflácia sa v nadchádzajúcich rokoch vráti na cieľovú úroveň. Centrálna banka však naznačila, že na svojom najbližšom zasadnutí možno pozastaví znižovanie sadzieb, keďže pred prijatím ďalších rozhodnutí je potrebné získať viac ekonomických údajov. Ďalšie zníženie sadzieb sa očakáva do konca roka.



## FINANČNÉ TRHY

Nálada na trhu zostala v auguste pozitívna napriek obdobiam zvýšenej volatility spôsobenej obavami z možného spomalenia hospodárskeho rastu v USA a zvýšenia sadzieb japonskou centrálnou bankou. Akcie spočiatku zaznamenali výpredaj, ale rýchlo sa zotavili vďaka očakávaniu zníženia úrokových sadzieb zo strany Fedu a solídnym výsledkom v druhom štvrtroku. Americké a európske akcie zaznamenali do polovice septembra výrazné zisky. Investície s pevným výnosom ťažili z počiatočnej volatility, keďže investori hľadali bezpečné aktíva. Hlavná pozornosť sa naďalej sústreďuje na blížiacu sa normalizáciu výnosovej krivky, spôsobenú výraznejším poklesom krátkodobých výnosov – v dôsledku očakávaného zníženia úrokových sadzieb centrálnymi bankami – a relatívne stabilnými dlhodobými výnosmi, ktoré odrážajú očakávaná rastu. Ceny ropy klesli v dôsledku celosvetových hospodárskych obáv, a to aj napriek predĺženému zníženiu produkcie zo strany OPEC+, hoci nedávno oživené geopolitické napätie ceny čiastočne podporilo. Ceny zlata výrazne vzrástli, k čomu prispeli očakávaná zníženia sadzieb Fedu. Euro medzitým v dôsledku tých istých očakávaní posilnilo voči americkému doláru.



# List investičných riaditeľov

Na svojom poslednom zasadnutí Federálneho výboru pre voľný trh (FOMC) americký Federálny rezervný systém (Fed) podľa všeobecných očakávaní prvýkrát od roku 2020 znížil úrokové sadzby. Po búrlivej diskusii na trhoch pred zasadnutím o tom, či Fed zníži sadzby o 25 alebo o 50 bázických bodov, pričom trhy sa v poslednom čase prikláňali k tomu väčšiemu kroku, ohlásil cyklus znižovania sadzieb o 50 bázických bodov. Predseda Fedu Jerome Powell povedal: „Trh práce je v dobrej kondícii a dnešným krokom chceme zabezpečiť, aby to tak aj zostalo.“ Inými slovami, Fed chce zabezpečiť takzvané „mäkké pristátie“<sup>1</sup>. Svetové akciové trhy reagovali na rozhodnutie Fedu prevažne pozitívne. To je dobrá správa, keďže trhy si toto výrazné zníženie úrokových sadzieb nevysvetlili ako signál zložitejšej hospodárskej situácie.

Pre trhy sa teraz vynárajú tieto otázky: O koľko sa celkovo znížia úrokové sadzby v súčasnom cykle znižovania sadzieb? A ako rýchlo sa Fed priblíži k tomuto cieľu? Trhy v súčasnosti počítajú s možnosťou, že Fed by mohol do roku 2026 znížiť úrokové sadzby o ďalších osem krokov po 25 bázických bodov, t. j. celkovo o dva percentuálne body. Podľa očakávaní trhu sa preto cieľ pohybuje medzi 2,5 % a 3 %. Okrem toho trh očakáva, že Fed do januára 2025 zrealizuje polovicu z tohto znižovania sadzieb. Samotné projekcie Fedu sú o niečo opatrnejšie, s mediánom len dvoch ďalších znížení sadzieb do konca roka 2024 a celkovo štyroch znížení sadzieb v budúcom roku. Trhy a medián očakávaní guvernérov Fedu sa pri predpovedaní konca cyklu znižovania sadzieb veľmi nelíšia. Prognóza Fedu, ktorá by sa mala dosiahnuť do roku 2026, je 2,875 %. Mimochodom, táto hodnota zodpovedá aj očakávaniu dlhodobej rovnováhy zo strany Fedu. Tá sa často interpretuje ako „neutrálna sadzba“, t. j. úroková sadzba spojená so stabilnou mierou inflácie v ekonomike fungujúcej v strednodobom horizonte pri plnej kapacite, ktorá, zjednodušene povedané, nemá ani stimulačný, ani tlmiaci účinok na ekonomiku.

Scenár „mäkkého pristátia“ sa preto na trhu čoraz viac presadzuje ako tá najpravdepodobnejšia trajektória. Tento scenár nie je nový a prevládal už vlani a na začiatku roka 2024. V priebehu prvého polroka tohto roka sa však opakovane objavovali výzvy na scenár „bez pristátia“, t. j. scenár, v ktorom sa centrálnej banke podarí stlačiť infláciu na cieľovú úroveň 2 % bez výrazného spomalenia hospodárskej aktivity. Nedávne slabé čísla trhu práce v USA medzitým vrátili do centra pozornosti možné riziká recesie. V súčasnosti však takmer nič nenasvedčuje tomu, že by sa blížila recesia, keďže ekonomické prostredie v USA je naďalej pôsobivo silné.

Situácia v Európe je trochu iná. Nádej, že by sa najmä nemecké hospodárstvo po rokoch šokov v cenách energií mohlo v tomto roku opäť vzbudiť, sa (zatiaľ) nenaplnila, a to napriek tomu, že cena ropy sa vrátila na rovnakú úroveň ako pred začiatkom vojny na Ukrajine. Hoci sa recesia v eurozóne ani v Nemecku neočakáva, konsenzuálne odhady (medián očakávaní analytikov) naďalej poukazujú na nízky rast. V eurozóne sa v nasledujúcich štvrtrokoch očakáva štvrtročný rast o 0,3 % až 0,4 % (t. j. medziročný rast o 1,2 % až 1,6 %), zatiaľ čo v Nemecku sa očakáva rast len o 0,2 % až 0,3 % (medziročný rast o 0,8 % až 1,2 %). Očakávania rastu pre Taliansko a Francúzsko sú tiež vyššie ako v prípade Nemecka.

Napriek tomu sa európske a najmä nemecké akcie ukazujú ako pôsobivo silné. Index DAX od začiatku roka vzrástol približne o 12 %; STOXX Europe 600, ktorý zahŕňa 600 najväčších európskych akcií, tiež zaznamenal dvojciferné zisky (celkový výnos – pozri tabuľku).

<sup>1</sup> Mäkké pristátie označuje fázu, v ktorej sa hospodársky rast spomalí, ale ekonomika nevstupuje do recesie. Na druhej strane tvrdé pristátie označuje náhle a prudké spomalenie ekonomiky, ktoré zvyčajne vedie k recesii.

Index Nikkei sa tiež trochu spamätal z letného oslabenia a v súčasnosti vzrástol o približne 14 % v japonských jenoch od začiatku roka (pozri tabuľku). Americké trhy sú však na čele hlavných svetových akciových trhov. Index S&P 500 vzrástol v roku 2024 v amerických dolároch o takmer 21 % (pozri tabuľku). Prekvapivo dobrá výkonnosť európskych akcií napriek neuspokojivej makroekonomickej situácii by mohla viesť k neistote investorov, ale domnievame sa, že sa to dá vysvetliť: Akciové trhy nie vždy odzrkadľujú domácu ekonomickú situáciu. Ako je všeobecne známe, index DAX sleduje výkonnosť 40 najväčších nemeckých akciových spoločností, medzi ktorými sú okrem veľkých priemyselných akcií (z ktorých niektoré boli pomerne slabé, napríklad tie z automobilového a chemického priemyslu, ale iné patrili k najvýkonnejším, napríklad tie zo sektora výroby zariadení a strojov) aj spoločnosti z finančného sektora a technologického segmentu (oba dosahovali v tomto roku silný výkon).

Výkonnosť akciových trhov je poháňaná očakávaniami silného rastu ziskov v nasledujúcich rokoch. Očakáva sa, že nemecké spoločnosti zaznamenajú v roku 2025 rast zisku o 13 % a v nasledujúcom roku o 10 %, čo je výrazný nárast v porovnaní s neuspokojivými rokmi 2023 a 2024, v ktorých zisk sotva rástol alebo rastie. Nemecké spoločnosti tak dosiahnu mieru rastu očakávaných ziskov, ktorá sa takmer vyrovná silným číslam amerických spoločností (16 % v roku 2025 a 10 % v roku 2026). V každom z nasledujúcich dvoch rokov sa očakáva rast zisku európskych spoločností o 8 %. Okrem toho ocenenie európskych a nemeckých spoločností nie je obzvlášť vysoké, merané pomerom cena/zisk (pomer P/E). Priemerné pomery P/E sú zhruba v súlade s dlhodobým priemerom. Za predpokladu nezvyšovania pomerov P/E by akciové indexy mali rásť v súlade s rastom ziskov. V prípade európskych indexov by to zodpovedalo výnosom tesne pod 10 %, zatiaľ čo v prípade amerických spoločností by sa výnosy mohli zvýšiť dokonca o niečo viac ako 10 %. Nezmenené pomery P/E by však boli podľa historických štandardov dosť neobvyklé vo fáze rastúcich ziskov a súčasne klesajúcich reálnych výnosov (centrálne banky budú znižovať úrokové sadzby, pričom miera inflácie pravdepodobne zostane stabilná). Na základe historických skúseností by sa pri takomto scenári dali očakávať dokonca mierne rastúce pomery P/E.

Ak sa naplní základný scenár, z ktorého vychádzajú súčasné trhové očakávania hospodárskeho rastu a rastu ziskov, očakávania výkonnosti globálnych akciových portfólií v rozsahu 8 % až 10 % a portfólií s pevným výnosom s dobrým úverovým ratingom v rozsahu 3 % až 5 % v nasledujúcich 12 až 18 mesiacoch sa zdajú byť celkom vierohodné. V prípade rizikového scenára by sa však tieto očakávania mohli ukázať ako príliš optimistické, keďže niet pochýb o tom, že americká ekonomika sa nachádza vo fáze ochladzovania (preto aj Fed začal znižovať úrokové sadzby). Ako bolo uvedené vyššie, očakávania trhu odrážajú scenár „mäkkého pristátia“. Nie je však isté, či sa Fedu skutočne podarí včas zastaviť spomalenie a zabrániť recesii. Zvýšenú neistotu spôsobujú aj voľby v USA (pozri časť V centre pozornosti). Riziká, najmä pre európske trhy, môžu vyplývať aj z neuspokojivého hospodárskeho vývoja v Číne. Ďalší pokles čínskeho dopytu po európskych exportných tovaroch by mohol mať negatívny vplyv na exportnú ekonomiku. A napokon, existuje aj niekoľko geopolitických rizík (vojna na Ukrajine, Blízky východ a napätie medzi Taiwanom a Čínou), ktoré by sa mohli ukázať ako negatívne faktory. Z týchto dôvodov v súčasnosti zachovávame neutrálnu váhu akcií a uprednostňujeme skôr defenzívne akciové stratégie. Zo súčasného pohľadu sa zdá, že je príliš skoro na cyklickejšie a optimistickejšie nastavenie v súvislosti s akciami. Hospodárska trajektória v USA a Európe, ale aj v Číne, by mala byť najprv spoľahlivejšie pozitívna.

**MANUELA D'ONOFRIO**, vedúca investičnej stratégie skupiny, UniCredit SpA

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

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

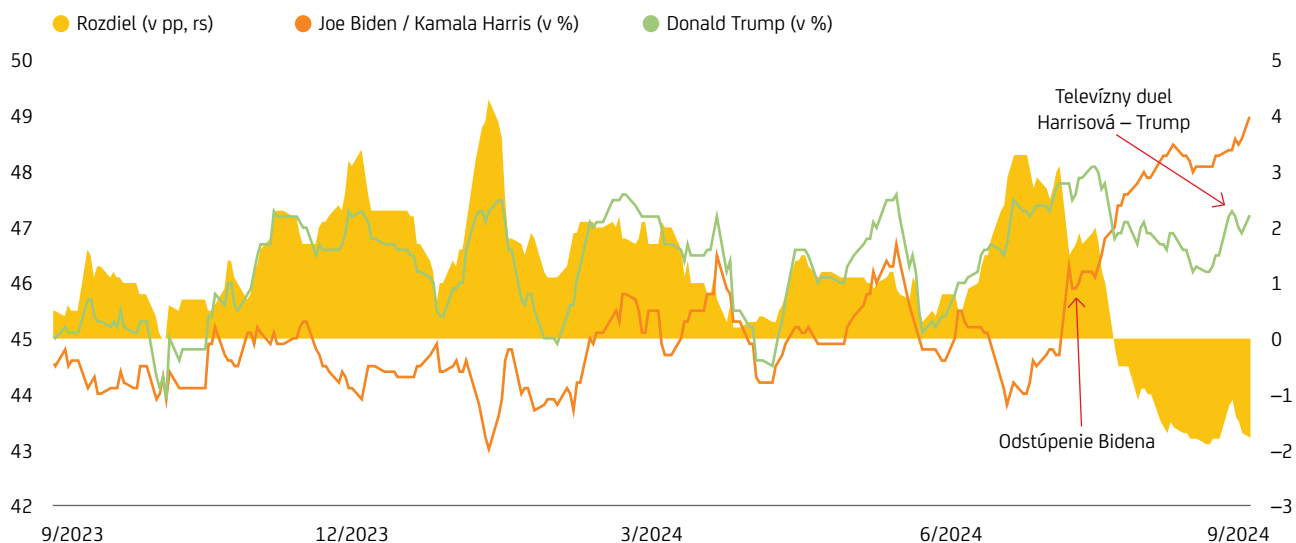
**OLIVER PRINZ**, investičný riaditeľ UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG

# V centre pozornosti

Predvolebná kampaň v USA vstupuje do horúcej fázy

Prezidentská kampaň v USA vstupuje v októbri do rozhodujúcej fázy. Postoje oboch politických táborov v rôznych oblastiach politiky sme už analyzovali v májovom vydaní nášho Mesačného výhľadu. Z hľadiska obsahu priniesli uplynulé týždne len málo nových poznatkov. Volebné šance demokratov sa však od júla výrazne zlepšili, keď demokrat Joe Biden oznámil, že sa už nebude uchádzať o ďalšie funkčné obdobie. Po televíznej debате s bývalým prezidentom a republikánskym kandidátom Donaldom Trumpom sa stiahol z prezidentského súboja v prospech svojej zástupkyne Kamaly Harrisovej. Harrisová od začiatku augusta vedie v celoštátnych prieskumoch, aj keď jej nárast pred Trumpom nie je výrazný a stále sa dá očakávať tesný súboj (pozri graf 1). Ak Harrisová zvíťazí vo voľbách 5. novembra, v ktorých sa bude opäť voliť aj celá Snemovňa reprezentantov USA a približne tretina zo 100 kresiel v Senáte, bola by prvou ženou, ktorá sa stane prezidentkou USA.

## 1. HARRISOVÁ VEDIE V CELOŠTÁTNYCH PRIESKUMOCH OD ZAČIATKU AUGUSTA



Poznámka: Graf zobrazuje priemerné hodnoty z mnohých prieskumov. Spoločnosť RealClearPolitics zhromažďuje prieskumy verejnej mienky od rôznych prieskumných inštitútov a vypočítava z nich priemernú hodnotu. Cieľom takéhoto postupu je kompenzovať náhodné odchýlky alebo systematické skreslenia jednotlivých inštitútov. Zdroj: Real Clear Politics, Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 15. 9. 2023 – 15. 9. 2024

Jednou zo zvláštností amerického volebného systému však je, že kandidát môže získať najviac hlasov v celej krajine (všeludový hlas), a napriek tomu voľby prehrať. Prezidenta USA nevolia priamo občania, ale nepriamo **zbor voliteľov**<sup>2</sup>, ktorý 41 dní po oficiálnom dni volieb rozhodne tajným hlasovaním jednoduchou väčšinou. Ak kandidát získa najviac hlasov v danom štáte, získa, až na niekoľko výnimiek, všetky hlasy voliteľov v tomto štáte. Volebná kampaň sa preto sústreďuje na niekoľko štátov, v ktorých sa pravdepodobne rozhodne o výsledku volieb, tzv. swing states (kolísavé štáty): Arizona, Georgia, Michigan, Nevada, Severná Karolína, Pensylvánia a Wisconsin. Podľa väčšiny prieskumov sú rozdiely v kolísavých štátoch v súčasnosti veľmi malé a niekedy sa pohybujú v rámci štatistickej chyby.

<sup>2</sup>Celkovo je 538 voliteľov, ktorí sú rozdelení medzi 50 federálnych štátov a Washington D.C. podľa počtu obyvateľov.

## Ostrá slovná prestrelka v televíznom dueli 10. septembra

Dňa 10. septembra sa obaja kandidáti počas televízneho duelu vo Filadelfii pustili do ostrej slovnej prestrelky. Harrisovej sa podarilo dostať Trumpa niekoľkokrát do defenzívy, najmä v otázkach jeho postoja k potratom, trestných konaní a zahraničnej politiky. Zdá sa, že jej stratégia cielených útokov zabrala – podľa prieskumu televízie CNN<sup>3</sup> si 63 % respondentov myslí, že Harrisová z televíznej debaty vyšla ako víťazka. Svoj volebný program zverejnila krátko pred touto debatou. Zatiaľ čo Harrisovej „nová cesta vpred“ by do veľkej miery znamenala „zachovanie doterajších postupov“ a pokračovanie Bidenovej politiky, neistota v prípade nového Trumpovho funkčného obdobia sa zdá byť oveľa väčšia. Treba však poznamenať, že realizácia legislatívnej agendy jednou alebo druhou stranou bude v rozhodujúcej miere závisieť od toho, ktorá strana bude ovládať Kongres. Fiškálne iniciatívy si zvyčajne vyžadujú súhlas Kongresu, zatiaľ čo obchodnú politiku možno regulovať najmä prostredníctvom výkonných nariadení. Podľa aktuálnych prieskumov je nepravdepodobné, že by demokrati alebo republikáni **mali väčšinu v oboch komorách**<sup>4</sup>.

V televíznej debata sa opäť ukázalo, že stav americkej ekonomiky má zásadný význam pre výsledok volieb, ktoré sa odohrajú 5. novembra. Pokiaľ ide o obchodnú politiku, náznaky naďalej poukazujú na protekcionizmus – bez ohľadu na to, kto sa nasťahuje do Bieleho domu. Ako zástanca agresívnej a vysoko protekcionistickej obchodnej politiky, najmä voči Číne, chce Trump zaviesť dodatočné clá vo výške 10 – 20 % na všetok dovoz do USA vrátane dovozu od spojencov a 60 % (alebo viac) na dovoz z Číny. To znamená, že Trumpova obchodná politika je podstatne protekcionistickejšia než politika Harrisovej. Aj demokrati však čoraz viac vnímajú ekonomiku ako základnú súčasť národnej bezpečnosti a Čínu ako jej najväčšiu hrozbu. Bidenova administratíva zachovala väčšinu dovozných ciel zavedených Trumpom. Eurozónu (a pravdepodobne najmä nemeckú ekonomiku závislú od vývozu) by tiež negatívne zasiahol pokračujúci tvrdý postoj USA voči Číne, ktorá stále zápasí s **pomalým hospodárskym oživením**<sup>5</sup>, alebo dokonca eskalácia obchodného konfliktu. V **daňovej politike**<sup>6</sup> by sa za Harrisovej vlády mohla sadzba dane z príjmov právnických osôb pre spoločnosti v USA zvýšiť zo súčasných 21 % na 28 %, zatiaľ čo Trump presadzuje ďalšie zníženie na 15 % pre spoločnosti s výrobou v USA. V krátkodobom horizonte by rozšírenie tohto zníženia daní mohlo poskytnúť priaznivý vplyv na zisky podnikov a pozitívny impulz pre americký akciový trh. Z dlhodobejšieho hľadiska však pravdepodobne zvýšia americký štátny dlh, ktorý za súčasnej administratívy vzrástol na približne 35 biliónov USD – a tak možno očakávať tzv. **medvedí nárast**<sup>7</sup> výnosovej krivky v USA. Tým by sa predražila obsluha dlhu a ešte viac by sa obmedzil fiškálny manévrovací priestor. Trumpov program hospodárskej politiky by opäť **podporil infláciu**<sup>8</sup> (za predpokladu, že by ho zaviedol v tej podobe, v akej ho oznámil).

## Americké akcie zostávajú základnou súčasťou vyváženej a diverzifikovanej alokácie aktív

V dôsledku toho, hoci víťazstvo republikánov (najmä ak obsadia aj Kongres) predstavuje riziko pre výhľad inflácie a výnosy amerických štátnych dlhopisov, americké akcie zostávajú základnou súčasťou vyváženej, diverzifikovanej alokácie aktív bez ohľadu na výsledky volieb. Za posledných 10 rokov dosiahol široký americký akciový trh (MSCI USA) výrazne lepšie výsledky ako väčšina indexov iných priemyselných krajín alebo regiónov, ako napríklad jeho európsky náprotivok (MSCI Europe) alebo príslušný index rozvíjajúcich sa trhov (MSCI Emerging Markets – pozri graf 2).

<sup>3</sup> Odkaz na príslušnú tlačovú správu CNN: <https://edition.cnn.com/2024/09/11/politics/election-poll-trump-harris-debate/index.html>

<sup>4</sup> Kongres Spojených štátov sa skladá z dvoch zákonodarných zborov, Senátu a Snemovne reprezentantov.

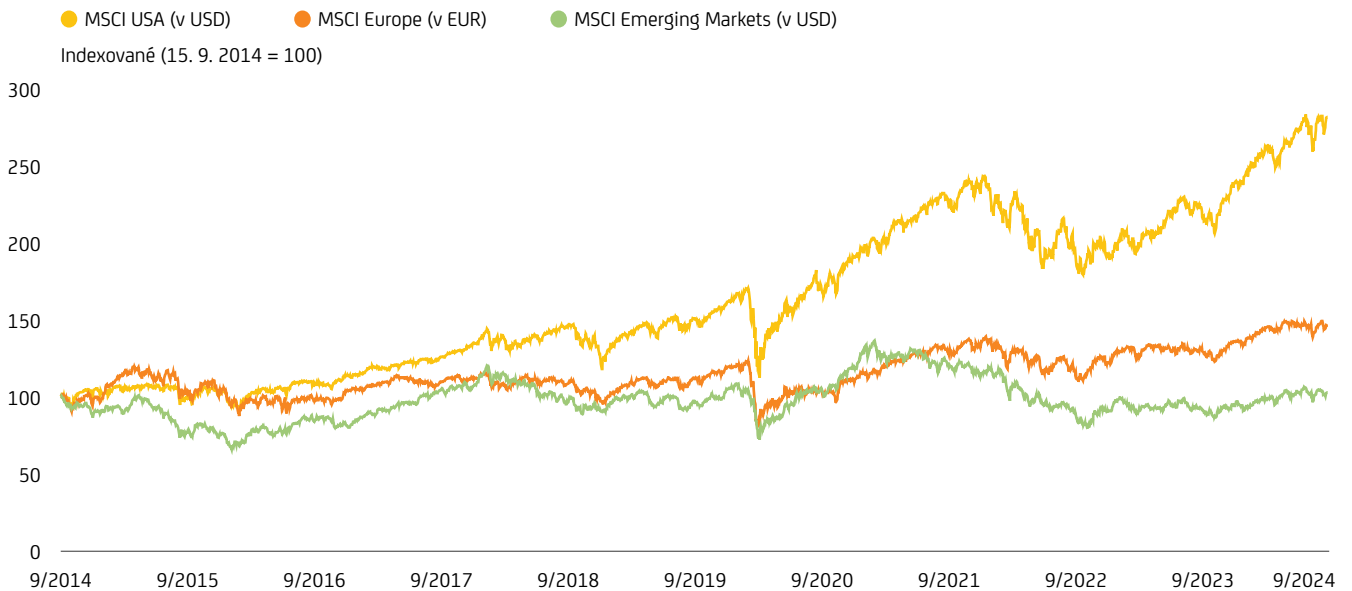
<sup>5</sup> V druhom štvrtroku vzrástol hrubý domáci produkt (HDP) Číny len o 4,7 % a je otáznou, či sa oficiálny ciel rastu okolo 5 % podarí dosiahnuť bez veľkého balíka hospodárskych stimulov (pozri tiež časť Ekonomika a trhy).

<sup>6</sup> Harrisová však chce zdaňovať realizované kapitálové zisky iba 28 %, čo je o dobrých 10 percentuálnych bodov menej ako Biden.

<sup>7</sup> Medvedí nárast je výraz, ktorý sa používa na označenie strmosti výnosovej krivky, ku ktorej dochádza, keď dlhodobé úrokové sadzby rastú rýchlejšie ako krátkodobé.

<sup>8</sup> Aj Trumpova imigračná politika by v prípade dôsledného uplatňovania pravdepodobne viedla k vyššej inflácii.

## 2. VYSOKÁ VÝKONNOSŤ ŠIROKÉHO AKCIOVÉHO TRHU V USA V POSLEDNÝCH ROKOCH



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

Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 15. 9. 2014 – 15. 9. 2024

Vzhľadom na to, že najmä v posledných rokoch bol hospodársky rast v USA vyšší ako v eurozóne, demografické faktory a produktivita (okrem iného) pravdepodobne zabezpečia, že sa to v blízkom čase nezmení. OSN predpovedá, že na rozdiel od eurozóny, Japonska alebo Číny sa počet ľudí v produktívnom veku v USA v najbližších desaťročiach neznižuje. V prospech príťažlivosti amerického akciového trhu hovorí aj značný počet globálnych lídrov na trhu a inovatívnych rastových spoločností. Veľkú časť trhovej kapitalizácie indexu MSCI USA tvorí technologický sektor a niekoľko vysoko hodnotených **megacap spoločností**<sup>9</sup>. Bez ohľadu na to, kto bude v budúcnosti sedieť v Bielom dome, mnohé naznačuje, že po nich bude dopyt aj naďalej. Je to aj preto, že najmä umelá inteligencia (AI) poháňa masívny investičný cyklus, ktorý pravdepodobne povedie k zvýšeniu produktivity a úspore nákladov. Preto sa domnievame, že napriek neistote súvisiacej s voľbami v USA sa investorom oplatí zachovať primeranú váhu amerických akcií vo svojich portfóliách. Z krátkodobého hľadiska vidíme ťažšie podmienky pre túto triedu aktív len v prípade recesie. V súčasnosti nepredpokladáme takýto scenár **tvrdého pristátia**<sup>10</sup>. V súvislosti s výberom aktív je potrebné mať na pamäti aj to, že ekonomické podmienky niektorých odvetví budú pravdepodobne výrazne závisieť od výsledku volieb – najmä tých, ktoré sú silne regulované alebo dotované.

<sup>9</sup> Megacap spoločnosti majú trhovú kapitalizáciu alebo trhovú hodnotu viac ako 200 miliárd USD.

<sup>10</sup> Tvrdé pristátie je charakterizované výrazným oslabením ekonomiky, vyššou mierou nezamestnanosti a nižšou hospodárskou aktivitou.



# Makroekonomika a trhy

Fed ohlasuje zmenu úrokových sadziieb, ECB postupuje pozvoľne

## CENTRÁLNA BANKA USA ZAČALA CYKLUS ZNIŽOVANIA SADZIEB A POTVRDZUJE SCENÁR MÄKKÉHO PRISTÄTIA

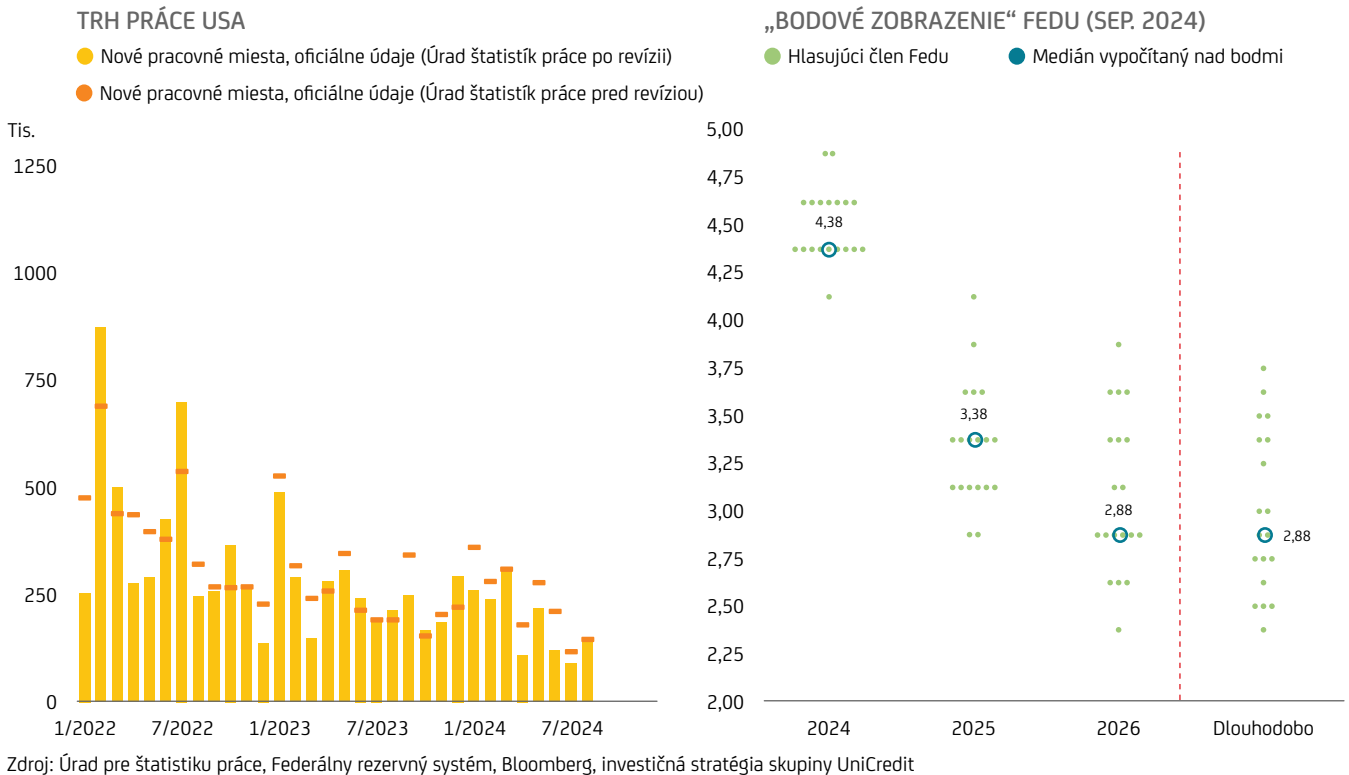
Americká ekonomika naďalej stráca dynamiku. Trh práce, ktorý je pre USA mimoriadne dôležitý, budil v auguste zmiešaný dojem – hoci miera nezamestnanosti klesla, rast zamestnanosti (bez poľnohospodárstva) bol sklamaním. Najmä prudké revízie údajov o zamestnanosti smerom nadol v predchádzajúcich mesiacoch negatívne ovplyvnili obraz rastu na finančných trhoch. Napriek revíziám údajov sa domnievame, že náš základný scenár mäkkého pristátia americkej ekonomiky zostáva nedotknutý a recesiú neočakávame (pozri graf 3). Spomalenie tempa sa prejavuje aj na strane inflácie. Celková miera inflácie v auguste v porovnaní s rovnakým mesiacom minulého roka ďalej klesla na 2,5 % (predtým 2,9 %), čo bolo primárne spôsobené poklesom inflácie nákladov na energiu. Jadrová miera (celková miera bez volatilných zložiek energií a potravín) zostala v auguste na úrovni 3,2 %, predovšetkým v dôsledku pretrvávajúcej inflácie v sektore služieb. Viaceré predstihové ukazovatele však naznačujú, že cenový tlak v sektore služieb by sa mal v nasledujúcich mesiacoch tiež postupne zmierňovať.

V súlade s očakávaniami americký Federálny rezervný systém (Fed) na svojom septembrovom zasadnutí začal cyklus znižovania úrokových sadziieb. Zníženie sadziieb o 50 bázických bodov na 5,00 % (kľúčová úroková sadzba v hornom pásme) bolo väčším krokom než väčšina ekonómov očakávala, hoci finančné trhy už v období pred zasadnutím s týmto znížením sadziieb počítali. Podľa predsedu Fedu Jeroma Powella bolo vzhľadom na pokrok dosiahnutý v oblasti **dezinflácie**<sup>11</sup> a spomalenie na trhu práce potrebné zmeniť nastavenie menovej politiky. Americká ekonomika je podľa Fedu v podstate v dobrej kondícii a zníženie úrokových sadziieb slúži na to, aby sa tam udržala. To sa odráža aj v aktualizovaných prognózach rastu Fedu na tento rok a nasledujúce tri roky, ktoré naďalej predpokladajú solídny rast na úrovni 2 %. Prognózy inflácie boli revidované ďalej smerom nadol a zdôrazňujú, že Fed sa vidí na ceste k 2-percentnému cieľu. Aktualizovaný „**bodový graf**“<sup>12</sup> ukazuje pozvoľnejší cyklus znižovania sadziieb (graf 3), pričom Výbor pre menovú politiku na zostávajúcich dvoch tohtoročných zasadnutiach kolíše zhruba medzi kumulatívnym znížením sadziieb o 25 a 50 bázických bodov a mediánovou projekciou na budúci rok vo výške 100 bázických bodov. Powell však na tlačovej konferencii zdôraznil, že všetky možnosti zostávajú otvorené a skutočný rozsah a tempo znižovania sadziieb bude závisieť od všetkých prichádzajúcich ekonomických údajov. Predpokladáme, že Fed do konca roka zníži úrokové sadzby o ďalších 50 bázických bodov.

<sup>11</sup> Dezinflácia naznačuje situáciu, keď miera inflácie v priebehu času klesá, ale stále zostáva nad nulou. Ak miera inflácie klesne pod nulu, z dezinflácie sa stane deflácia.

<sup>12</sup> 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 obdobia roka) po sebe nasledujúce roky a v dlhodobom horizonte. Každá „bodka“ predstavuje názor jednotlivého člena.

### 3. REVÍZIE ÚDAJOV UKAZUJÚ SLABŠÍ TRH PRÁCE, FED UPRAVUJE VÝHLAD ÚROKOVÝCH SADZIEB



### EUROZÓNA: POKRAČUJÚCI TREND DEZINFLÁCIE, ECB NAĎALEJ ZNIŽUJE ÚROKOVÉ SADZBY

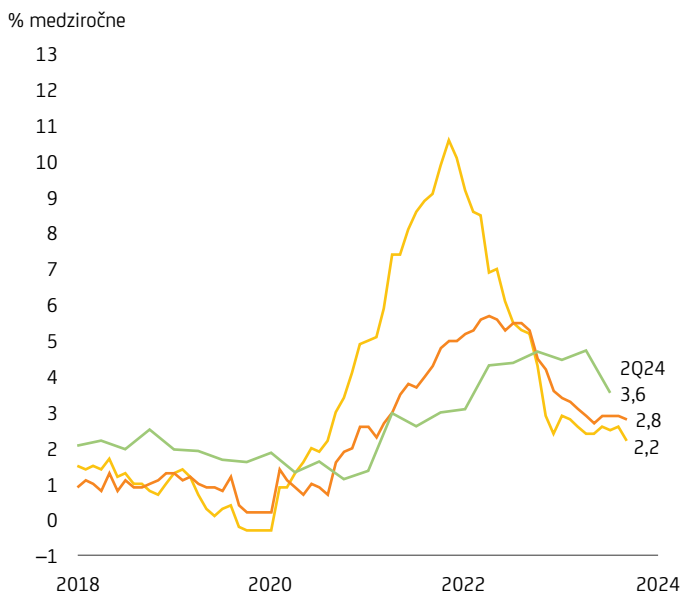
Hospodárske oživenie v eurozóne pokračovalo aj v druhom štvrťroku. Revidovaný rast HDP dosiahol v porovnaní s predchádzajúcim štvrťkom celkovo 0,2 %, a bol teda len o 0,1 percentuálneho bodu nižší ako v prvom štvrťroku tohto roka. Podporné signály trvalého oživenia prichádzajú z podnikových prieskumov, najmä z indexov nákupných manažérov. Hoci tieto údaje naďalej naznačujú, že slabá fáza v priemysle ešte nebola prekonaná, sektor služieb je jednoznačne v režime expanzie, a preto by mal podporovať hospodárstvo eurozóny. Celková inflácia v auguste medziročne klesla na 2,2 % (z 2,6 % v júli), najmä v dôsledku nižších cien energií (pozri graf 4). Jadrová inflácia v predchádzajúcom mesiaci klesla len mierne na 2,8 % z 2,9 %. Je potrebné naďalej sledovať pretrvávajúcu infláciu v sektore služieb, ktorá v auguste opäť mierne vzrástla na 4,2 %. Aj v tomto prípade však očakávame, že jadrová miera bude v nasledujúcich štvrťkoch ďalej klesať smerom k cieľovej hodnote centrálnej banky 2 % v dôsledku klesajúceho mzdového tlaku (v druhom štvrťroku tohto roka došlo k jej výraznému poklesu na 3,6 % z úrovne vysoko nad 4 % v predchádzajúcom štvrťroku).

Európska centrálna banka (ECB) na svojom septembrovom zasadnutí podľa očakávania znížila depozitnú sadzbu o 25 bázických bodov na 3,50 % (graf 4). Refinančná sadzba poklesla zo 4,25 % na 3,65 %, čo odrážalo zníženie rozdielu medzi dvoma kľúčovými úrokovými sadzbami na 15 bázických bodov, ktoré bolo oznámené na september. Okrem rozhodnutia o úrokových sadzbách centrálna banka predstavila aj revidované prognózy rastu a inflácie. Nová prognóza celkovej inflácie zostala v porovnaní s júnom nezmenená, zatiaľ čo prognóza jadrovej inflácie sa mierne zvýšila. Napriek tomuto oznámeniu ECB naďalej očakáva, že jadrová aj celková inflácia sa do konca roka 2025 posunú smerom k 2 %. Centrálna banka upravila svoje prognózy rastu na jednotlivé roky prognózovaného obdobia (2024 až 2026) mierne nadol, a to predovšetkým v dôsledku slabého vývoja súkromnej spotreby. Napriek tomu ECB recesiu neočakáva a zachováva si svoj celkový konštruktívny hospodársky výhľad na najbližšie roky. Prezidentka ECB Lagardeová sa na tlačovej konferencii jasne nevyjadrila k načasovaniu a výške ďalšieho zníženia úrokových sadzieb. Jedným z náznakov, že centrálna banka na svojom najbližšom zasadnutí v októbri pravdepodobne ponechá výšku úrokových sadzieb, je však vyjadrenie, že do tohto zasadania zostáva „relatívne krátky čas“. To naznačuje, že ECB dovedy nebude mať dostatok informácií pre prijatie ďalšieho kroku. Preto naďalej očakávame, že ECB tento rok na decembrovom zasadnutí opäť zníži úrokové sadzby, a to o 25 bázických bodov.

#### 4. KLESÁ INFLÁCIA AJ RAST MIEDZ, ECB NA SEPTEMBROVOM ZASADNUTÍ OPĀŤ ZNIŽUJE KLÚČOVÉ SADZBY

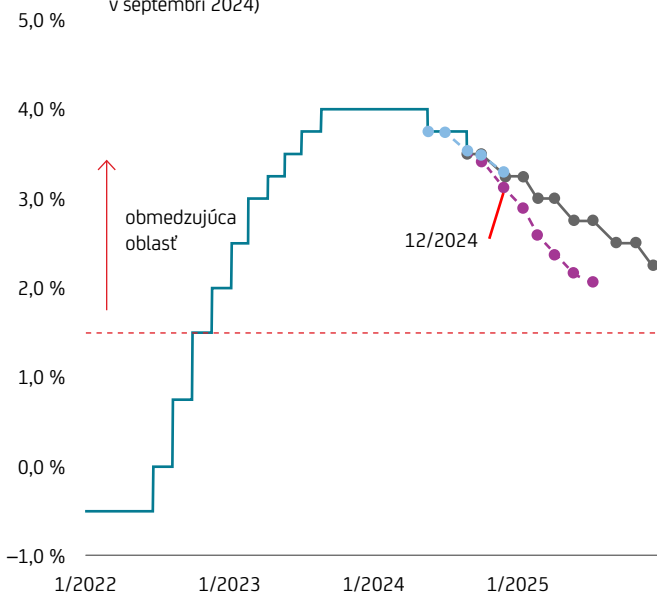
##### INFLÁCIA V EUROZÓNE

- Inflácia v eurozóne (harmonizovaný index spotrebných cien)
- Jadrová miera eurozóny (bez energií a potravín)
- Ukazovateľ miezd ECB, kolektívne dohodnuté mzdy (eurozóna)



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

- Depozitná sadzba ECB
- OIS ESTR (po zasadnutí ECB v júli 2024)
- OIS ESTR (po zasadnutí ECB v septembri 2024)
- Prognóza UniCredit



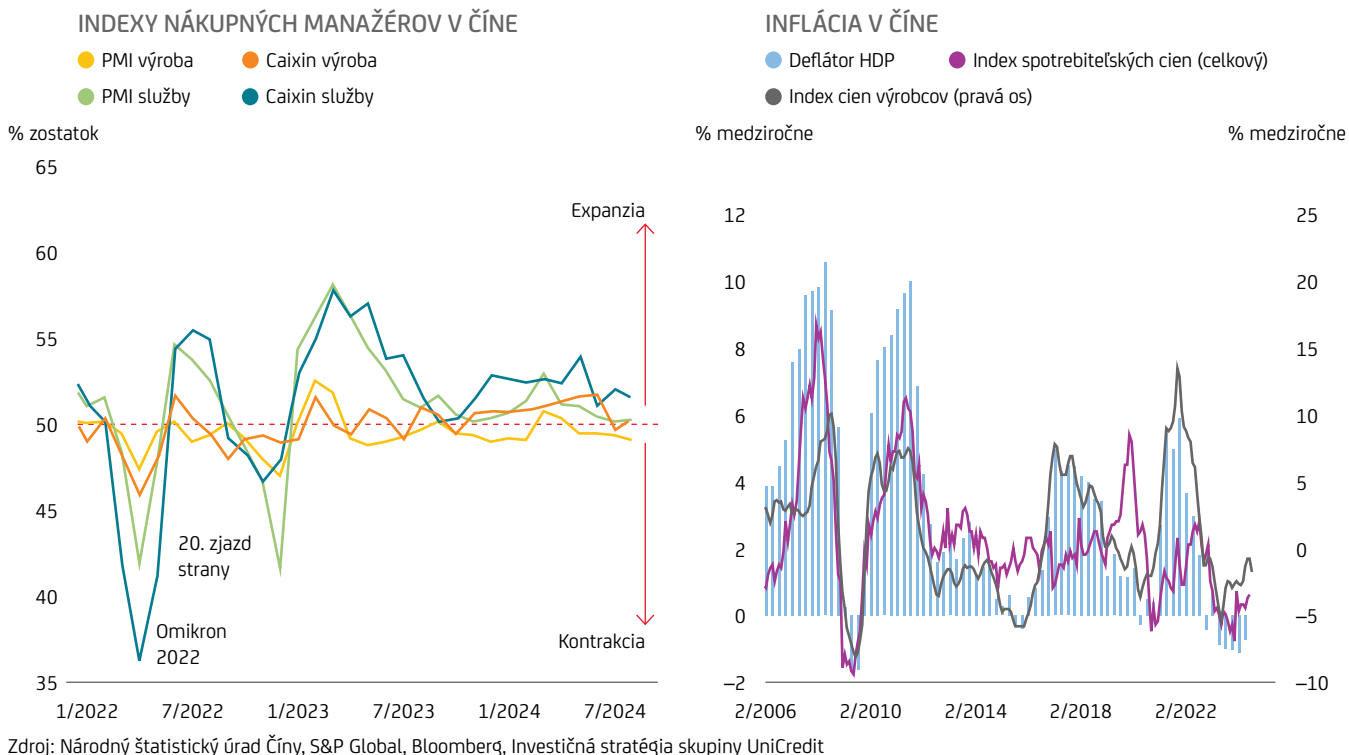
Zdroj: Eurostat, ECB, Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

#### ČÍNA: HOSPODÁRSKE OŽIVENIE ZOSTÁVA SLABÉ, ZVYŠUJE SA RIZIKO DEFLÁCIE

Najnovšie zverejnené predstihové ukazovatele, najmä ukazovatele prieskumov a nálad, naznačujú, že pretrvávajúca slabá dynamika čínskej ekonomiky bude pravdepodobne pokračovať aj v treťom štvrtroku tohto roka. Indexy nákupných manažérov pre výrobný sektor sa stále nachádzajú v oblasti kontrakcie alebo v jej blízkosti (t. j. pod hranicou 50 indexových bodov). Jediným podporným faktorom je sektor služieb, ktorý je stále v oblasti expanzie, ale v poslednom čase ďalej stráca hybnú silu. Aj „tvrdé“ ekonomické údaje, ako sú priemyselná výroba a maloobchodný predaj, poukazujú na menej dynamický hospodársky vývoj. Priemyselná aktivita aj maloobchodné tržby v auguste zaostali za očakávaniami.

Slabá ekonomika sa prejavuje aj v trvalo nízkych inflačných tlakoch. Rôzne meradlá inflácie naďalej vykazujú utlmené mesačné miery rastu. Inflácia spotrebiteľských cien sa v auguste medziročne zvýšila len mierne o 0,6 %, zatiaľ čo ceny výrobcov výrazne klesli na -1,8 % (v porovnaní s -0,8 % v predchádzajúcom mesiaci júl). Pomerne široký deflátor HDP, ktorý zahŕňa vývoj cien všetkých tovarov a služieb v čínskej ekonomike, je už päť štvrtkov po sebe v zápornom pásme, čo signalizuje štrukturálne deflačné tendencie. To znamená, že všetky kľúčové čínske ukazovatele inflácie sú pod historickými úrovňami, čo poukazuje na výzvy spojené s oživením domáceho dopytu a cenovej stability.

## 5. SLABÁ EKONOMIKA A RASTÚCE RIZIKO DEFLÁCIE ZAHMLIEVAJÚ VYHLIADKY RASTU



## FINANČNÉ TRHY: ZNÍŽENIE ÚROKOVÝCH SADZIEB CENTRÁLNYMI BANKAMI VYVOLÁVA POZITÍVNU NÁLADU

August sa vo všeobecnosti vyznačoval pozitívnou náladou na trhu. Zameranie trhu na rastové témy a slabšie ekonomické údaje, ako aj súvisiace obavy z výraznejšieho spomalenia americkej ekonomiky, opakovane viedli k zvýšenej volatilite na akciových trhoch. Celkovo však ostal naratív o „mäkkom hospodárskom prístáí“ nedotknutý. Podporný vplyv mala pravdepodobne aj fáza oživenia po prudkom výpredaji na svetových akciových trhoch, ku ktorému došlo po neočakávanom zvýšení úrokových sadzieb japonskou centrálnou bankou a ktorý viedol k likvidácii značnej časti pozícií v jenových „carry trade“ (využívajúcich úrokové rozdiely) na konci júla a začiatkom augusta. Výpredaj na akciových trhoch však trval len krátko. Po počiatočnom náraste volatility poskytli podporu vyhliadky na zníženie úrokových sadzieb zo strany centrálnych bánk a dobrá výsledková sezóna za druhý štvrtrok, ktorá vykazovala len málo známkov blížiaceho sa hospodárskeho spomalenia. Väčšina trhov dokázala do polovice mesiaca vyrovnať svoje straty. Počas celého sledovaného obdobia (od 1. augusta do 20. septembra) americké akcie výrazne rástli, rovnako ako ich európske náprotivky (pozri tabuľku).

August bol pozitívnym mesiacom aj pre investície s pevným úrokom. Volatilita zaznamenaná začiatkom mesiaca viedla k úteku ku kvalite (štátne dlhopisy s dobrým úverovým ratingom), zatiaľ čo vyhliadky na (ďalšie) znižovanie úrokových sadzieb centrálnymi bankami spôsobili ďalší pokles výnosov na dlhopisových trhoch a rast cien. Keďže však veľká časť očakávaného zníženia úrokových sadzieb už bola na trhoch ocenená, pohyby výnosov dlhopisov boli v sledovanom období značne obmedzené (pozri tabuľku). Hlavnou témou však zostáva blížiaci sa normalizácia výnosovej krivky (strmost) s výraznejším poklesom výnosov na krátkom konci (v dôsledku očakávaného znižovania úrokových sadzieb centrálnymi bankami), zatiaľ čo výnosy na dlhom konci zostali relatívne stabilné (vyhliadky rastu). Najnovšie rozhodnutie Fedu o úrokových sadzbách, ktoré potvrdilo očakávaný scenár „mäkkého prístáia“, ako aj zvýšenie neutrálnej dlhodobej úrokovej sadzby, však nedávno posunulo výnosy na dlhom konci opäť o niečo vyššie. Strmost výnosových kriviek preto možno pozorovať nielen na krátkom, ale aj na dlhom konci.

Ceny ropy mali v sledovanom období tendenciu klesať (pozri tabuľku), čo je spôsobené predovšetkým spomalením globálnej ekonomiky. Predĺženie zníženia produkcie zo strany krajín OPEC+ (Organizácia krajín vyvážajúcich ropu a Rusko) o ďalšie dva mesiace (teraz aj október a november) na tom zmenilo len málo. Obnovené geopolitické napätie na Blízkom východe nedávno opäť vyvolalo zvýšenie ceny ropy. Cena zlata v sledovanom období značne vzrástla (pozri tabuľku) v dôsledku vyhliadky, že menová politika USA na septembrovom zasadaní začne cyklus poklesu úrokových sadzieb, čo sa následne aj stalo v podobe ich prudkého zníženia. V tomto prostredí mal výmenný kurz eura dobrú podporu a voči americkému doláru naďalej rástol (pozri tabuľku).

# Alokácia aktív – ako spravujeme náš mandát portfólia

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

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

# Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

## AKCIE

### GLOBALNE AKCIE: NEUTRÁLNY

Prostredie pre globálne akcie zostáva priaznivé – napriek náznakom spomalenia zostáva americká ekonomika odolná a trend znižovania sadzieb zo strany hlavných západných centrálnych bánk sa rozširuje, pričom Fed má dostatok priestoru na ďalšie znižovanie sadzieb. Napriek niekoľkým výnimkám očakávané zisky a príjmy zatiaľ nesklamali. Ďalej je tu krehkejšia európska ekonomika, ktorá je však napriek tomu v slušnej kondícii, a podporu naďalej poskytuje aj vyhládka na menej reštriktívnu menovú politiku. Štvrtý štvrťrok ponúka pre akcie tradične pozitívnu sezónnosť. Na druhej strane sú ocenenia v niektorých oblastiach relatívne vysoké a geopolitické riziko zostáva významné. Zachovávame preto neutrálnu váhu globálnych akcií.

### EURÓPSKE AKCIE: NEUTRÁLNY

Nedávne makroekonomické údaje naznačujú, že hospodárske prostredie v eurozóne zostáva slabé. Neočakávame však ďalší výrazný pokles hospodárskej aktivity. Trh práce zostáva stabilný, inflácia sa ochladzuje a spotrebiteľská dôvera opäť získava na sile. Napriek tomu je index PMI výrobného sektora naďalej spomalený a vystavený riziku zhoršenia globálneho obchodu. Stále pomerne priaznivé ocenenie v porovnaní s americkými akciami podporuje európske akcie, ktoré ponúkajú zodpovedajúco dobré príležitosti pre investorov orientovaných na hodnotu a kvalitu. Celkovo si myslíme, že výhľad na štvrtý štvrťrok zostáva konštruktívny, a potvrdzujeme neutrálnu váhu tejto triedy aktív.

### AMERICKÉ AKCIE: NEUTRÁLNY

Hospodársky rast v USA nepochybne stráca dynamiku, ako ukazujú slabnúce údaje z trhu práce. Myslíme si však že mäkké pristátie je naďalej pravdepodobnejšie než tvrdé. Skutočnosť, že Fed po posledných povzbudivých správach o inflácii začal svoj cyklus uvoľňovania, by v kombinácii s jeho konštruktívnymi správami o ekonomike a inflácii mala podporiť akciové trhy. Ocenenie však zostáva pomerne vysoké tak z historického hľadiska, ako aj vo vzťahu k zvyšku sveta. Celkovo uprednostňujeme zachovanie neutrálneho postoja k tejto triede aktív.

### AKCIE ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV: NEUTRÁLNY

Pri akciách rozvíjajúcich sa trhov (RT) zostávame strategicky opatrní, najmä kvôli nášmu pochmúrnemu výhľadu na čínske akcie. Hoci najnovšie údaje poukazujú na pretrvávajúci slabý dovozný dopyt Číny, a v závislosti od výsledku prezidentských volieb v USA zrejme s nárastom externých úskalí, pesimizmus na akciovom trhu tejto krajiny možno už dosiahol svoj vrchol. Napriek tomu na širokom trhu pretrvávajú prekážky v dôsledku niektorých štruktúrnych problémov a geopolitických obáv. Celkovo sa ocenenie akcií rozvíjajúcich sa trhov zdá byť, naopak, relatívne priaznivé. Naďalej uprednostňujeme neutrálnu váhu a zdôrazňujeme potrebu selektívneho prístupu k rozvíjajúcim sa trhom podľa krajín a sektorov.

### AKCIE TICHOMORIA (ROZVINUTÉ TRHY): VYSOKÁ VÁHA

Koniec éry záporných úrokových sadzieb a politiky riadenia výnosovej krivky zo strany Bank of Japan (BoJ) má pozitívne dôsledky pre japonský jen. Nárast firemných ziskov a reforma tokijskej burzy zvyšujú ceny akcií, čo podporuje rozsiahle spätné odkupovanie akcií japonskými spoločnosťami. Hoci sa ocenenie stále nezdá byť drahé, treba brať do úvahy aj potenciálny nepriaznivý vplyv silnejšieho jenu na zisky a niektoré zmiešané politické signály zo strany BoJ. Celkovo udržujeme pri akciách Tichomoria vysokú váhu.

### 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 udržujeme nízku váhu.

## DLHOPISY

### GLOBALNE DLHOPISY: VYSOKÁ VÁHA

Vzhľadom na súčasné výnosy a perspektívne uvoľňovanie menovej politiky zo strany hlavných západných centrálnych bánk ponúkajú globálne dlhopisy atraktívne rizikovo upravené výnosy, ktoré podporuje pokračujúca dezinflácia a spomaľujúci sa, hoci odolný, hospodársky rast. Z historického hľadiska bolo obdobie znižovania sadzieb atraktívnym obdobím pre investície s pevným výnosom. Pripomíname, že strategicky uprednostňujeme vysokokvalitné dlhopisy, ako sú podnikové dlhopisy s investičným stupňom 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 preto vysokú váhu globálnych dlhopisov.

### ŠTÁTNE DLHOPISY EMÚ: NEUTRÁLNY

Štátne dlhopisy (govies) v eurách by mali profitovať z prebiehajúceho procesu dezinflácie, ktorý podporuje cyklus uvoľňovania ECB. Zdá sa však, že budúce znižovanie sadzieb je už na súčasnej úrovni výnosov pomerne dobre ocenené, a len dodatočné zhoršenie hospodárskeho výhľadu a údajov o trhu práce by sa mohlo prejaviť v ďalších ziskoch pre túto triedu aktív. V tejto triede aktív preto zachovávame neutrálny postoj.

### ŠTÁTNE DLHOPISY MIMO EMÚ: NEUTRÁLNY

Stále silná americká ekonomika podporuje štátne dlhopisy krajín mimo EMÚ, aj keď v poslednom čase sú jasnejšie známky jej spomalenia. Rozhodnutie Fedu začať znižovať úrokové sadzby podporilo túto triedu aktív. Riziko vyššej než očakávanej inflácie a menšieho než očakávaného zníženia úrokových sadzieb zo strany Fedu však zostáva, aj keď je marginálne. V tejto triede aktív preto 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 na historicky nízkych úrovniach. Celkovo sa očakáva, že základné ukazovatele podnikov s investičným stupňom (IG) zostanú silné vďaka zdravým súvahám, vyšším ako očakávaným ziskom, dobrým hotovostným zostatkom a nízkym úrovniam zadĺženia v porovnaní s dlhodobými priemermi. 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 (čo nie je náš základný scenár). Okrem toho nízka likvidita dlhopisov s vysokým výnosom znižuje ich príťažlivosť v súčasnej fáze hospodárskeho cyklu. Dlhopisy s vysokým výnosom si preto ponechávajú nízku váhu.

## **DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (TVRDÁ MENA): VYSOKÁ VÁHA Z NEUTRÁLNEJ**

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v tvrdých menách vo všeobecnosti ponúkajú zaujímavý výnos z držby (výhoda výnosu oproti štátnym dlhopisom v eurách). Okrem toho by pokračujúce uvoľňovanie menovej politiky zo strany Fedu a slabší americký dolár mali prospievať ekonomikám rozvíjajúcich sa trhov. Preto sme túto triedu aktív presunuli z neutrálnej váhy na vysokú.

## **DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (MIESTNA MENA): VYSOKÁ VÁHA**

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v miestnej mene tiež ponúkajú zaujímavý výnos z držby. Dostatočný priestor na znižovanie úrokových sadzieb centrálnymi bankami rozvíjajúcich sa krajín by mal byť pre túto triedu aktív prínosom. Okrem toho sa meny rozvíjajúcich sa trhov javia ako podhodnotené a je pravdepodobné, že sa opäť presadia, keď bude Fed pokračovať v znižovaní úrokových sadzieb. Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v miestnej mene zostávajú s vyššou váhou.

## **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**

Na jednej strane nízke zásoby ropy, znižovanie produkcie zo strany OPEC+ (hlavné krajiny ťažiacie ropu a Rusko, spolu 23 štátov), ako aj geopolitické napätie naďalej podporujú ceny ropy. Na druhej strane, dopyt sa postupne normalizoval v dôsledku zhoršenia globálnych vyhládok, ale nižšie sadzby môžu poskytnúť podporu pre dopyt po energiách. V tejto triede aktív stále uprednostňujeme neutrálnu váhu.

## **ZLATO: NEUTRÁLNY**

Cena zlata dosiahla v septembri nové rekordné maximum, keďže zlato naďalej ťaží z nákupov centrálnych bánk – najmä Čínskej ľudovej banky a indickej centrálnej banky. Nadchádzajúce zníženie úrokových sadzieb môže zlato podporiť, zatiaľ čo slabší americký dolár a zmiernenie geopolitickej neistoty predstavujú faktory obmedzujúce dopyt po zlate. Zachováваме neutrálnu váhu.

## **MENY**

### **EUR – USD**

Najnovšie makroekonomické údaje, najmä ochladenie inflácie v USA, podporujú uvoľňovanie menovej politiky zo strany Fedu, čím sa znižuje rozdiel medzi úrokovými sadzbami v porovnaní s ECB. To v kombinácii s našou prognózou pomalšieho hospodárskeho rastu v USA a oživenia hospodárskej aktivity v Európe v budúcom roku odstraňuje hlavné zdroje sily dolára. V strednodobom horizonte preto vidíme potenciál čiastočného oslabenia amerického dolára voči euru.

# Stĺpčeky

Miestni investiční riaditelia v dialógu s klientmi

## Odpovede z Talianska

### NASTAL ČAS ZNÍŽIŤ EXPOZÍCIU VOČI AKCIÁM?

Konečne sa dostávame do perspektívnej trhovej fázy pre investície do dlhopisov. Spomalenie hospodárskeho rastu a klesajúca inflácia umožňujú centrálnym bankám udržiavať stabilné tempo smerom k nižším úrovniam úrokových sadzieb. Čo z toho vyplýva pre akciové trhy? Je čas zobrať si domov aspoň časť z výrazných ziskov dosiahnutých od začiatku roka? Možno augustové otrasy a blížiaci sa prezidentské voľby v USA považovať za poplašný signál? Naša jednoduchá odpoveď je nie. V tejto fáze nepovažujeme za užitočné zasahovať do celkovej váhy akciovej expozície v portfóliách. Je však pravda, že niektoré zmeny v portfóliu môžu pomôcť udržať trajektóriu rastu a znížiť riziká prudkých korekcií. Ako obvykle sa podme venovať dôvodom.

Po prvé, je pravda, že vyhladky dlhových investícií s pevným výnosom na nasledujúcich 9 až 12 mesiacov sú pozitívne a naozaj by sme sa mali snažiť zvýšiť duráciu a pozície kreditného rizika. Tieto zvýšenia však nechceme financovať znížením podielu akcií. Využijeme na to hotovostnú zložku a krátkodobé štátne a podnikové dlhopisy. V skutočnosti je výnosový potenciál tejto zložky v súčasnosti obmedzený, keďže menové krivky už oceňujú výrazné zníženie zo strany ECB aj Fedu.

Teraz prejdeme k procesu tvorby našich akciových portfólií. Naš prístup, ktorý uplatňujeme v našich diskrečných a poradenských portfóliách v Taliansku, je globálny. Máme významnú váhu amerických akcií, približne dve tretiny, čo je v súlade s váhou vo svetových akciových indexoch. Ďalšími preferovanými oblasťami na doplnenie sú európske a japonské akcie. V súčasnosti je expozícia voči rozvíjajúcim sa trhom zostatková a najmä v prípade čínskych akcií zaujímate opatrné stanovisko.

Venujme sa bližšie japonským akciám, ktoré začiatkom augusta zaznamenali korekciu historických rozmerov a následne len čiastočné zotavenie. Naš základný postoj sa nezmenil. Na jednej strane má reálna ekonomika prvýkrát po desaťročiach konečne šancu prekonať príznak deflácie, na druhej strane sa spoločnosti, aj vďaka zásadným zmenám v pravidlách riadenia akciového trhu, vydali na dlhodobú cestu zameranú na zvýšenie kapitálovej efektívnosti a výnosov pre akcionárov. Vzhľadom na volatilitu, ktorú sme nedávno zažili, však prijímame opatrenia na mierne zníženie pozícií. Jedná sa o zložku, ktorá je podľa nás veľmi cenná, ale mala by sa používať v správnej (zníženej!) dávke.

Ďalšou „horúcou“ témou je ocenenie amerických spoločností a najmä takzvaných „megacap“ spoločností, ktoré dominujú technologickému prostrediu. Práve tu je pointa. Je pravda, že súčasné ocenenie sa z historického hľadiska zdá byť drahé, ale toto ocenenie je dôsledkom dvoch hlavných prvkov. Prvým je, že makrosektor týchto spoločností, technológie v najširšom zmysle slova, je najslubnejšou témou pre dlhodobé investície. Nebude to lineárna cesta, budeme mať „stop a štart“, ale účinky technologických inovácií na globálnu spotrebu a výrobu sú nespochybniteľné a už teraz zažívame počiatočné fázy takýchto transformácií. Druhým prvkom je, že tieto spoločnosti majú takmer absolútne vedúce postavenie vo svojich cieľových segmentoch. Investori sú teda ochotní zaplatiť prirážku za efekt nedostatku a absenciu konkurencie. Podľa našich skúseností však takéto konkurenčné výhody netrávajú večne. Napríklad v budúcnosti budeme mať pravdepodobne oveľa viac výrobcov superčipov určených pre umelú inteligenciu a oveľa väčšiu konkurenciu, a teda aj nižšie ocenenie. Samozrejme, že sa to nestane zajtra, ale bude to trajektória. Expozíciu voči tomuto sektoru a spoločnostiam v ňom dnes považujeme za základný prvok investičnej stratégie.



Na záver sa venujme zmenám, ktoré zavádzame, aby boli naše portfóliá stabilnejšie. Nachádzame sa v období cyklického spomalenia, preto nechceme zvyšovať svoje pozície v tých sektoroch a spoločnostiach, ktoré sú viac závislé od voľnej domácej spotreby. Existujú však sektory, ktoré, naopak, kombinujú vlastnosti potenciálneho výnosu a obrany, a na tých pracujeme s cieľom postupnej akumulácie. Medzitým sa obraciame na zdravotnícky a farmaceutický sektor, ktorý je podporovaný demografickou dynamikou a životným štýlom západného sveta, ale zároveň má vysokú mieru prirodzených konkurenčných inovácií. Ďalším zaujímavým sektorom je finančný sektor. Je pravda, že budúce nižšie úrovne sadzieb budú pôsobiť negatívne na celkovú úroveň marží, ale pozitívne sklonené krivky úrokových sadzieb tento efekt vykompenzujú, rovnako ako transformácia obchodných modelov, ktoré sa čoraz viac orientujú na generovanie poplatkov za služby. A nakoniec sektor verejných služieb. Spoločnosti v tomto odvetví sú nervovými centrami transformácií, ktorým sa naše hospodárstva a spoločnosti rozhodli čeliť – technologickej revolúcii, ktorá si vyžaduje nepredstaviteľné množstvo energie a infraštruktúru schopnú ju prepravovať a skladovať, a energetickej transformácii, ktorá si vyžaduje výskum a zavádzanie viacerých možností konkurujúcich výrobe energie z fosílnych palív. A v týchto oblastiach má európsky trh zaujímavé spoločnosti a svetových šampiónov.

Ak to zhrnieme, namiesto toho, aby sme sa pýtali, aká je správna váha zložky akcií, si myslíme, že podstatná je činnosť pri výbere sektorov, tém a spoločností. Vytvorenie sektorovej alokácie, ktorá kombinuje hybnú silu technologického sektora so stabilizačnými účinkami niektorých defenzívnych sektorov, je podľa nášho názoru ideálnym riešením pre navigáciu v súčasnom prostredí akciových trhov.

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

## Odpovede z Rakúska

### TAKTICKÝ NÁRAST DLHOPISOV ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V MIESTNEJ MENE

Fed v polovici septembra znížil svoju kľúčovú úrokovú sadzbu o pol percentuálneho bodu. Tento obrat úrokových sadzieb v USA sa začína veľkým krokom a jeho cieľom je podporiť trh práce a udržať ekonomiku na ceste rastu. Išlo o prvé uvoľnenie za viac ako štyri roky a malo by podporiť nielen USA, ale aj rozvíjajúce sa trhy. Nižšie výnosy amerických štátnych dlhopisov najmä opäť zatriktívňujú výnosy na rozvíjajúcich sa trhoch. Očakávaný budúci nárast prílevu kapitálu na rozvíjajúce sa trhy by mal mať tiež pozitívny vplyv na menové trendy. Z historického hľadiska sa menám rozvíjajúcich sa trhov darilo v priemere šesť mesiacov po začiatku cyklu uvoľňovania Fedu. Predpokladáme, že meny by mohli mať veľkú šancu na zhodnotenie aj v súčasnom cykle uvoľňovania.

Ďalšími možnými argumentmi v prospech tejto triedy aktív sú konzervatívna finančná politika a nižšia inflácia v mnohých krajinách rozvíjajúcich sa trhov. Ich vlády pokračujú v konzervatívnej fiškálnej politike a udržiavajú svoje externé súvahy pod kontrolou. Počet krajín s vysokým rozpočtovým deficitom a deficitom bežného účtu v roku 2024 neustále klesá a väčšina krajín vykazuje celkovú infláciu, ktorá je späť v cieľovom rozsahu ich príslušných centrálnych bánk. Napriek výraznému poklesu inflácie boli centrálné banky rozvíjajúcich sa trhov opatrné pri tempe uvoľňovania vzhľadom na neistotu spojenú s vývojom úrokových sadzieb Fedu a pokračujúcu volatilitu výnosov v USA. Rast reálneho HDP v rámci tejto triedy aktív by mal v nasledujúcich rokoch prekonať rast rozvinutých trhov a mal by tiež podporiť zhodnocovanie meny.

Podľa nášho názoru dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v miestnej mene ponúkajú atraktívny výnos z držby a mohli by byť podporené znížením úrokových sadzieb. Okrem toho sa miestne meny javia ako podhodnotené a v prípade ďalšieho zníženia úrokových sadzieb zo strany Fedu pravdepodobne opäť získajú na hodnote. Vyčkávací prístup Fedu a silnejší americký dolár by túto triedu aktív zaťažili (čo nie je náš základný scenár). Treba tiež poznamenať, že potenciálne výnosy môžu byť negatívne ovplyvnené potenciálnymi úverovými rizikami a výkyvmi zahraničných mien, ktoré sú na rozvíjajúcich sa trhoch často vyššie. Vzhľadom na presvedčivé príležitosti, ktoré ponúkajú dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v miestnej mene a ktoré podľa nášho názoru prevažujú nad rizikami, zvyšujeme vysokú váhu v tejto triede aktív.

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

## Odpovede z Nemecka

### ČO SI MYSLÍTE O DRAGHIHO SPRÁVE O KONKURENCIESCHOPNOSTI EÚ?

Po tom, čo Európska komisia približne pred rokom požiadala bývalého prezidenta ECB a bývalého šéfa talianskej vlády Maria Draghiho, aby analyzoval, ako si EÚ môže zachovať konkurencieschopnosť, predložil začiatkom septembra príslušnú strategickú správu. Draghi považuje zvýšenie produktivity EÚ za „existenčnú výzvu“, aby sa zabránilo zaostávaniu v konkurencii s USA a Čínou z dlhodobého hľadiska, a vyzýva na rozsiahle dodatočné investície vo výške 750 – 800 miliárd eur ročne do digitalizácie a dekarbonizácie hospodárstva EÚ a do obranných schopností EÚ. To zodpovedá 4,4 % až 4,7 % európskeho hrubého domáceho produktu (2023), čo sú úrovne naposledy zaznamenané v 70. rokoch 20. storočia. Medzi najdôležitejšie z jeho návrhov patria uvoľnenie pravidiel hospodárskej súťaže, integrácia kapitálových trhov, intenzívnejšie využívanie spoločných postupov obstarávania v sektore obrany a nový obchodný program na posilnenie ekonomickej nezávislosti EÚ. Podľa Draghiho v minulosti približne štyri pätiny produktívnych investícií v Európe realizoval súkromný sektor a zvyšná pätina pochádza z verejného sektora. Draghi sa preto prihovára za spoločný dlh EÚ, t. j. vydanie spoločných dlhopisov, ktoré už EÚ uviedla na trh ako súčasť svojho fondu na boj proti následkom pandémie koronavírusu (Next Generation EU, NGEU).

Len ťažko možno poprieť Draghiho obavy, že EÚ „do veľkej miery premeškala digitálnu revolúciu vedenú internetom a [s tým spojené] zvýšenie produktivity“ a stráca na USA a Čínu, pokiaľ ide o nové technológie. Len štyri z 50 najväčších technologických spoločností na svete sú európske. Jeho kritika roztrieštenosti jednotného trhu EÚ, ktorý zostáva nedobudovaný aj 30 rokov po svojom vzniku, a chýbajúcej skutočnej únie kapitálových trhov, ktorá doteraz bránila väčšiemu prílevu rizikového kapitálu do začínajúcich podnikov, sa tiež zdá byť oprávnená. Je nesporné, že výskum a vývoj a súvisiace inovácie majú zásadný význam pre konkurencieschopnosť národných ekonomík. Už v roku 2000 si EÚ stanovila cieľ udržateľne zvyšovať konkurencieschopnosť európskeho hospodárstva v rámci tzv. lisabonskej stratégie. Na dosiahnutie tohto cieľa mali celkové výdavky na výskum a vývoj do 10 rokov vzrásť na 3 % HDP. S výdavkami na úrovni okolo 2,2 % (údaje Eurostatu za rok 2022; pre porovnanie, v USA je to 3,4 %) zostáva tento cieľ stále veľmi vzdialený.

Bez ohľadu na otázku financovania – predsedníčka Európskej komisie Ursula von der Leyenová tiež označila nástroje spoločného financovania za dôležité, ale za mysliteľné považuje aj tzv. vlastné zdroje – by táto správa mala slúžiť ako dôležitá protiváha zástancom prísnych fiškálnych pravidiel vo všeobecných diskusiách o rozpočte EÚ a podporiť fiškálne stimuly. V zásade sme tiež presvedčení, že viac Európy je správny spôsob, ako EÚ z hľadiska konkurencieschopnosti opäť posunúť vpred. Okrem dokonalého zvládnutia digitálnej transformácie má v tejto súvislosti zásadný význam aj pokrok v udržateľnej dekarbonizácii hospodárstva EÚ smerom k čistému a konkurencieschopnému obhobému hospodárstvu.

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

# Tabuľka

## VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	20. 9. 23	20. 9. 19	20. 9. 20	20. 9. 21	20. 9. 22	20. 9. 23	20. 9. 19	1. 1. 24
Do	20. 9. 24	20. 9. 20	20. 9. 21	20. 9. 22	20. 9. 23	20. 9. 24	20. 9. 24	20. 9. 24
<b>Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
MSCI Svet (v USD)	29,9	9,8	31,1	-14,4	17,5	29,9	85,3	17,7
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	19,1	11,9	16,1	-22,3	5,8	19,1	24,8	10,7
MSCI USA (v USD)	33,7	14,2	34,1	-12,1	15,9	33,7	106,3	20,4
MSCI Európa (v EUR)	16,3	-4,9	26,1	-6,6	18,2	16,3	51,6	10,2
MSCI AC Ázia Tichomoríe (v USD)	20,1	12,4	18,4	-23,0	10,5	20,1	33,5	12,3
STOXX Europe 600 (v EUR)	16,8	-3,3	26,4	-8,3	18,0	16,8	52,0	10,5
DAX 40 (Nemecko v EUR)	20,2	5,3	15,4	-16,3	24,6	20,2	50,1	11,8
MSCI Taliansko (v EUR)	26,1	-13,3	28,8	-7,4	41,6	26,1	81,0	18,3
ATX (Rakúsko, v EUR)	20,5	-27,5	66,0	-14,7	17,3	20,5	42,9	10,6
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	11,2	8,2	14,9	-8,5	10,0	11,2	38,4	10,6
S&P 500 (USA, v USD)	33,6	12,5	33,3	-10,2	16,1	33,6	106,6	20,8
Nikkei (Japonsko, v JPY)	18,0	8,2	32,7	-7,4	22,0	18,0	88,4	13,8
CSI 300 (Čína, v juanoch)	-10,3	23,2	4,3	-17,3	-3,4	-10,3	-8,9	-4,2
<b>Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	10,4	13,7	-3,1	-16,6	-3,0	10,4	-2,7	4,0
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	9,8	8,9	-2,1	-13,2	-1,4	9,8	-0,6	4,3
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	13,8	9,1	3,0	-17,0	2,6	13,8	7,9	6,0
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	7,2	0,0	-1,2	-17,9	-3,6	7,2	-16,5	0,5
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	7,7	1,0	-0,5	-16,7	-2,7	7,7	-12,4	1,2
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	8,7	0,7	1,8	-14,6	2,2	8,7	-2,9	3,2
<b>Výnosy dlhopisov (zmena v bázičkých bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)</b>								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	-76	-108	62	226	80	-76	197	-14
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-113	-132	37	297	92	-113	191	-39
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-127	-106	0	326	65	-127	169	-44
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-57	2	17	225	74	-57	267	15
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-60	-8	11	239	81	-60	268	15
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-101	4	-17	347	45	-101	282	-9
<b>Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičkých bodoch)</b>								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-27	16	-44	56	-27	-27	-26	-11
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-74	139	-193	165	-111	-74	-66	-19
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-24	-3	-15	91	-41	-24	9	-18
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-76	94	-146	251	-131	-76	-1	-53
<b>Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičkých bodoch)</b>								
Libor (USD, 3 mesiace)	-71	-193	-10	348	206	-71	282	-64
Euribor (EUR, 3 mesiace)	-52	-11	-4	165	283	-52	383	-47
<b>Výmenné kurzy eura (zmena v %)</b>								
Americký dolár (EUR – USD)	5,0	6,9	-1,0	-14,7	7,2	5,0	1,2	1,0
Britská libra (EUR – GBP)	-3,2	2,9	-6,1	2,0	-1,0	-3,2	-4,9	-3,4
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-1,5	-1,8	1,0	-11,4	-0,4	-1,5	-13,3	2,4
Japonský jen (EUR – JPY)	2,4	3,4	3,8	11,8	10,4	2,4	35,2	3,0
<b>Komodity (zmena v %)</b>								
Komoditný index (GSCI, v USD)	35,6	27,0	-11,0	-6,2	16,9	35,6	64,8	26,4
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	10,4	5,5	38,7	-11,9	-0,5	10,4	38,8	6,8
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	36,2	30,3	-9,7	-5,6	16,7	36,2	73,8	26,6
Ropa (Brent, v USD za barel)	-19,9	-33,0	72,0	22,1	3,2	-19,9	15,1	-3,8

Upozornenie: Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 20. 9. 2024.

# Odmietnutie zodpovednosti

## Marketingová komunikácia

Táto publikácia predstavuje marketingovú komunikáciu spoločností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank 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 verejnú ponuku 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 môže mať špecifický záujem vo vzťahu k emitentom, finančným nástrojom alebo transakciám uvedeným v tejto publikácii. Príslušné informácie o záujmoch a stanoviskách skupiny UniCredit Group sú k dispozícii na adrese: <https://www.investmentinsights.unicredit.eu/conflictsofinterest->. Akékoľvek odhady a/alebo hodnotenia uvedené v tejto publikácii predstavujú nezávislý názor skupiny UniCredit. 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 skutočnosť a/alebo škody, ktoré môžu komukoľvek vzniknúť pri použití tohto dokumentu, okrem iného vrátane škôd spôsobených v dôsledku strát, ušlého zisku alebo nerealizovaných úspor. Obsah publikácie vrátane údajov, noviniek, informácií, obrázkov, grafiky, nákrasov, značiek a názvov vlastní skupina UniCredit. 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, s výnimkou prípadov, keď slúži len na osobné použitie.

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 20. 9. 2024.



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



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



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