



Princíp neurčitosti

Výhľad č. 8/2024

Princíp neurčitosti

Pochopenie dynamiky trhu

uprostred geopolitického napätia

Index

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKRO A TRHY	10
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	15
AKO INVESTOVAŤ	18

Zhrnutie



MAKROEKONOMICKÉ PROSTREDIE

Aktuálne hospodárske údaje naznačujú, že ekonomiky USA a EÚ zaznamenávajú odlišný vývoj. Zdá sa, že ekonomika USA je silná, keďže v posledných mesiacoch bol zaznamenaný rast HDP a výrazná tvorba nových pracovných miest. Trh práce je naďalej odolný, čo viedlo k výraznému poklesu miery nezamestnanosti. Hoci niektoré ukazovatele naznačujú, že údaje o zamestnanosti môžu byť mierne nadhodnotené, celkový trend naznačuje skôr stabilitu než výrazný pokles. Eurozóna sa, naopak, stretla s neočakávaným spomalením hospodárskeho rastu, pričom sa objavili príznaky slabšieho rastu z rôznych sektorov. Celková inflácia sa na oboch stranách Atlantického oceánu zmierňuje, ale jadrová inflácia (t. j. bez potravín a energií) vykazuje známky pretrvávania, čo poukazuje na základné tlaky, ktoré naďalej ohrozujú obe ekonomiky.



MENOVÁ POLITIKA A CENTRÁLNE BANKY

V reakcii na tento hospodársky vývoj centrálny banky v oboch regiónoch upravujú svoje menové politiky. V USA sa očakávania trhu týkajúce sa znižovania úrokových sadzieb zmenili, pričom účastníci trhu v nasledujúcich mesiacoch predpokladajú ich postupné znižovanie, pretože hospodárske údaje prekonal očakávaná. Zázpisnice z nedávnych zasadnutí odhaľujú rozdielne názory v rámci Fedu na tempo uvoľňovania, čo naznačuje opatrnejší prístup k normalizácii sadzieb. Európska centrálna banka (ECB) zároveň rázne reagovala na hospodárske problémy eurozóny a znížila úrokové sadzby vzhľadom na slabšie prognózy inflácie a rastu. ECB zdôraznila dôležitosť riešenia rizík ohrozujúcich hospodársku aktivitu, čo je odrazom aktívneho postoja na podporu ekonomiky. Čínska ľudová banka zaviedla celý rad opatrení na uvoľnenie menovej politiky s cieľom podporiť oživenie čínskej ekonomiky vrátane zníženia úrokových sadzieb a zníženia povinných minimálnych rezerv. Cieľom týchto opatrení je podporiť domáci dopyt a stabilizovať hospodárstvo v situácii klesajúcich ukazovateľov rastu a pretrvávajúcich štrukturálnych problémov.



FINANČNÉ TRHY

V posledných týždňoch svetové finančné trhy reagovali na meniace sa ekonomické prostredie a opatrenia centrálnych bánk. V USA prispeli k pozitívnej nálade investorov dobré údaje o zamestnanosti a optimistické očakávania ziskov firiem, čo viedlo k silnej výkonnosti akciového trhu. Priaznivému prostrediu pre akcie prispieva aj očakávanie ďalšieho znižovania úrokových sadzieb zo strany Fedu. Eurozóna, naopak, zaznamenala zmiešané reakcie trhu, kde uvoľnenie menovej politiky ECB síce poskytlo určitú podporu, ale optimizmus zahatila hospodárska neistota. V Číne nedávne stimuly vyvolali rast akcií, hoci v súvislosti so štrukturálnymi problémami pretrvávajú obavy o udržateľnosť rastu.

Na trhoch s pevným výnosom viedli očakávania ďalšieho znižovania úrokových sadzieb spočiatku k poklesu výnosov amerických dlhopisov, ale nedávne pozitívne údaje z trhu práce spôsobili následný nárast celej krivky. Naopak, v eurozóne výnosy mierne klesli, čo svedčí o určitej miere oddelenia od vývoja v USA v dôsledku výrazných hospodárskych problémov v regióne.

Akciové trhy aj trhy s pevným výnosom celkovo odzrkadľujú opatrný optimizmus spôsobený politikou uvoľňovania centrálnych bánk – hrozí však potenciálna volatilita, ktorú ovplyvňujú nadchádzajúce správy o príjmoch, geopolitické napätie a rozdielne trajektórie oživovania.

List investičných riaditeľov

Rok 2024 sa blíži ku koncu a zatiaľ sa vyvíja úplne inak, ako mnohí investori očakávali minulý rok. V tom čase sa diskusie sústreďovali na riziká recesie v USA, zatiaľ čo očakávania týkajúce sa európskej ekonomiky smerovali k miernemu oživeniu po dlhšom období krízy. Napríklad pred rokom približne pätina svetových výskumných domov očakávala v USA na rok 2024 **technickú recesiu**¹, zatiaľ čo neočakávala žiadne negatívne údaje o raste v Európe. Skutočná hospodárska trajektória bola úplne odlišná, ako sa očakávalo: Ukázalo sa, že ekonomika USA je prekvapivo silná, zatiaľ čo európska fáza slabosti pokračuje doteraz.

Tento vývoj možno pozorovať na tohtoročnej výkonnosti globálnych dlhopisových trhov. Koncom minulého roka sa obavy z recesie v USA prejavili okrem iného v nádeji investorov na skoré a výrazné zníženie úrokových sadzieb zo strany amerického Federálneho rezervného systému (Fed). To vyvolalo začiatkom roka prudké zotavenie, najmä v prípade amerických štátnych dlhopisov. Silné údaje z amerického trhu práce však rozptýlili nádeje na rýchle a výrazné zníženie úrokových sadzieb, čo následne viedlo k výrazným stratám cien dlhopisov v prvých mesiacoch tohto roka. Ceny dlhopisov sa zotavili až vtedy, keď sa zníženie úrokových sadzieb skutočne prejavilo.

Naopak, akciové trhy zaznamenali príjemne silný rast cien najmä v USA, čo prekvapilo najmä pesimistov. Akciové trhy sa ukázali ako prekvapivo silné nielen v súvislosti s obavami z recesie, ale aj v súvislosti s viacerými geopolitickými rizikovými faktormi, ako je vojna na Blízkom východe alebo z pohľadu Západu desivý vývoj vojny Ruska proti Ukrajine. Napríklad pred rokom by nedávna eskalácia na Blízkom východe (pozri časť „V centre pozornosti“) bola sotva zlučiteľná s dvojciferným výkonom európskych a amerických akciových indexov a **cenou ropy výrazne pod 80 USD**² (pozri tabuľku na strane 21).

Pokiaľ ide o často spomínané „volebné riziko“, supervolebný rok 2024 ponúkol naozaj veľa: Nové voľby do francúzskeho Národného zhromaždenia a volebný triler vo Francúzsku po voľbách do Európskeho parlamentu (výsledkom čoho bola zložitá väčšina vo francúzskom parlamente), troje krajinských volieb vo východných spolkových krajinách Nemecka (s ešte stále nejasným zostavením vlády), znovuzvolenie indického premiéra Naréndru Módího (v najväčšom demokratickom hlasovaní na svete), ktoré mnohí očakávali, a nedávne voľby do Národnej rady v Rakúsku (v ktorých sa najsilnejšou stranou stala pravicovo-populistická a euroskeptická FPÖ). Najdôležitejšia politická udalosť roka, ktorá bude mať pravdepodobne aj najrozsiahlejšie dôsledky na dianie na trhu, však ešte len prídje: Prezidentské voľby v USA, ktoré budú napínavé minimálne do dňa volieb. Okrem toho sa pomerne veľa politických pozorovateľov domnieva, že napätie bude pokračovať aj v dňoch a týždňoch po voľbách. V poslednom čase sa šance bývalého amerického prezidenta Donalda Trumpa na víťazstvo opäť zvýšili, čo sa prejavilo aj v nedávnom raste cien akcií, ktoré by údajne mohli profitovať z politiky Donalda Trumpa: tradičné energetické spoločnosti, finančné akcie a akcie zdravotníctva, ktoré by pravdepodobne profitovali z Trumpovho deregulačného politického programu. Strednodobé a dlhodobé dôsledky prípadného druhého Trumpovho prezidentovania zostávajú nejasné. Je ťažké predpovedať, ktoré zo sľúbených politických projektov by v prípade volebného víťazstva skutočne realizoval a pre ktoré by dokázal zabezpečiť parlamentnú väčšinu. Mohli by sem patriť iniciatívy, ktoré by trhy privítali, napríklad zníženie daní. Otrasy by však mohli spôsobiť aj iné opatrenia, napríklad údajný prechod financovania vlády USA z daňových príjmov na colné. Takáto drastická zmena systému, ktorej realizácia sa sotva zdá byť uskutočniteľná, by mohla spôsobiť značné škody v štruktúre medzinárodného trhu.

¹ V Európe sa technická recesia často definuje ako minimálne dva po sebe nasledujúce štvrtroky záporného rastu reálneho HDP.

² Odolnosť trhov v súvislosti s vojnou na Blízkom východe je podrobnejšie rozobraná v časti „V centre pozornosti“ tejto publikácie.

Žiadne z uvedených rizikových faktorov vrátane tých, ktoré sa aspoň čiastočne naplnili, ako napríklad vojna na Blízkom východe, však zatiaľ nedokázali zmierniť pozitívnu náladu na kapitálových trhoch. Dôvodom je nielen perspektíva (ďalšieho) výrazného zníženia úrokových sadzieb, ktoré by malo podporiť hospodársku aktivitu a svetové finančné trhy, ale aj presvedčenie, že tzv. **mäkké pristátie**³ americkej ekonomiky sa ukazuje ako čoraz najpravdepodobnejší scenár. Napriek všetkým záťažiam podporuje trh vyhládka na pokračujúci silný hospodársky rast a v dôsledku toho aj rastúce zisky podnikov. Pokiaľ ide o rozmach umelej inteligencie (AI), v súčasnosti neexistujú žiadne náznaky systémového prehánania alebo blížiaceho sa konca tohto vývoja. Je však tiež jasné, že transformácia vyvolaná umelou inteligenciou prinesie víťazov aj porazených. V ďalšej fáze sa pozornosť sústreďuje nielen na výrobcov hardvéru a softvéru, ktorých sa umelá inteligencia priamo dotýka (t. j. spoločnosti, ktoré ponúkajú čipy a algoritmy umelej inteligencie), ale aj na to, ktoré obchodné modely a spoločnosti budú z využívania technológie umelej inteligencie profitovať a ktoré pravdepodobne prídu o svoje opodstatnenie. Investori by preto mali zostať ostražití.

³ 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.

Celkovo je trhové prostredie vzhľadom na infláciu smerujúcu k cieľovej hodnote centrálnej banky 2% naďalej konštruktívne, klesajúce úrokové sadzby centrálnych bánk, trhy práce na oboch stranách Atlantiku ostávajú odolné a silná ekonomika USA slúži ako hnacia sila globálneho rastu. Akcie, najmä americké, by mali byť v nasledujúcich mesiacoch naďalej žiadané, zatiaľ čo dlhopisy ovplyvní výsledok volieb v USA. Hoci je ekonomika USA v dobrej kondícii, diverzifikácia rizika v rôznych triedach aktív môže pomôcť znížiť riziko. Americké akcie sú v medzinárodnom porovnaní aj v historickom kontexte relatívne vysoko ocenené. To by mohlo viesť k rizikám volatility. Preto v prípade akcií naďalej uprednostňujeme neutrálnu pozíciu, ale pozitívnu v prípade dlhopisov. Vysoké úrokové sadzby na kapitálovom trhu v porovnaní s uplynulými piatimi až desiatimi rokmi majú pre investorov príjemný vedľajší efekt, že vyváženie rizikového profilu portfólia pomocou pevne úročených cenných papierov môže teraz priniesť zaujímavé výnosy. Na revanš je však potrebné akceptovať mierne vyššie riziko trvania. V posledných štvrtrokoch prinášali termínované vklady úrokové výnosy nad úrovňou dlhodobých inflačných očakávaní. Táto fáza sa pravdepodobne skončí počas nasledujúcich mesiacov. Úročené cenné papiere s dlhšou splatnosťou sa preto čoraz viac dostávajú do popredia, pretože ponúkajú aj zabezpečenie proti možným ekonomickým rizikám.

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

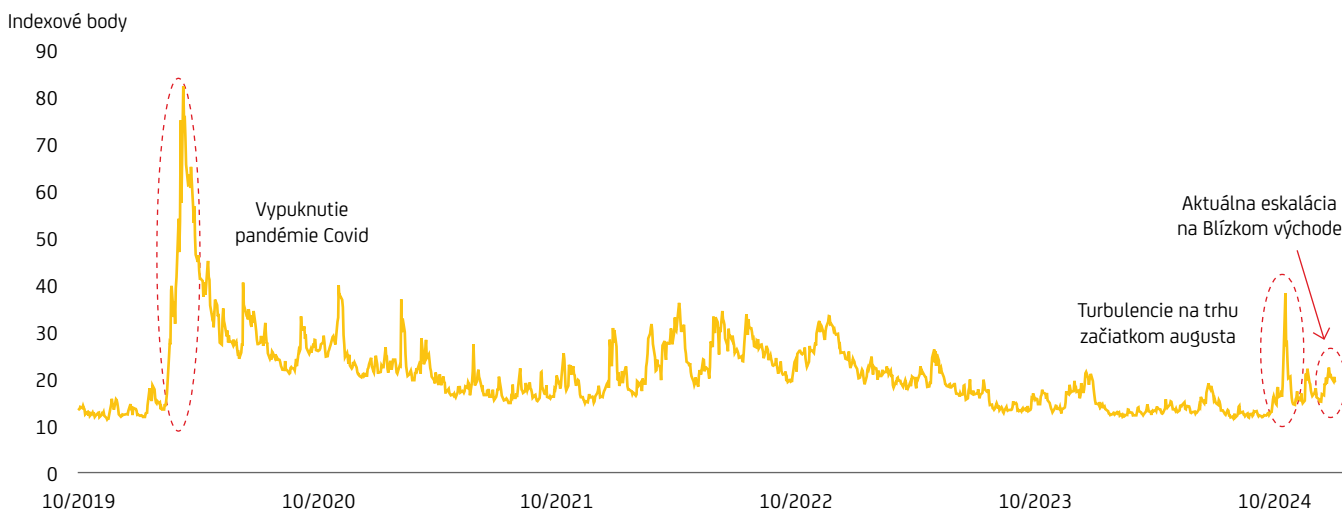
Špirála eskalácie konfliktu na Blízkom východe
Ako finančné trhy zvládajú geopolitické napätie?

Dňa 7. októbra 2023 radikálna islamská teroristická organizácia Hamas zabila v Izraeli stovky mužov, žien a detí. Tento útok uvrhol Blízky východ do hlbkej krízy. Približne rok po útoku sa konflikt dostal do novej fázy eskalácie a rozšíril sa aj na Libanon a Irán, čo vyvoláva obavy z väčšieho priameho konfliktu medzi Izraelom a Iránom. Zatiaľ čo administratíva amerického prezidenta Joea Bidena opakovane vyzvala na deeskaláciu, svetové finančné trhy zostávajú vzhľadom na najnovší vývoj prekvapivo pokojné: **Index VIX**⁴ v poslednom čase vzrástol, ale historické porovnanie ukazuje, že je stále na miernej úrovni okolo 20, teda výrazne pod svojím maximom po vypuknutí pandémie COVID a tiež pod hodnotou zaznamenanou počas trhových turbulencií začiatkom augusta tohto roka (pozri graf 1). Ozrejníme vám pozadie problematiky a naznačíme, aký vývoj by mohol viesť k výraznejšiemu **risk-off sentimentu**⁵ na trhoch.

⁴ Index VIX, ktorý samotní obchodníci často označujú ako „nôž strachu“, odráža prekročenie prognóz volatility akciového trhu S&P 500 na najbližších 30 dní. Predpokladaný rozsah kolísania trhu je koncepčne spojený s celkovou úrovňou vnímanej neistoty, ktorá sa zvyčajne zvyšuje, keď sa vyskytnú udalosti so zvýšeným rizikovým potenciálom.

⁵ Keď sa účastníci trhu vyhýbajú riziku a uprednostňujú bezpečné investície, označuje sa to ako „risk-off“ sentiment. Pri risk-off sentimente investori často sťahujú svoje peniaze z rizikovejších investícií a investujú do bezpečných investícií, napríklad štátnych dlhopisov alebo zlata. Na druhej strane, ak účastníci trhu prejavujú vyššiu ochotu riskovať a investujú do rizikovejších aktív, označuje sa to ako „risk-on“ sentiment. Pri risk-on sentimente investori investujú skôr do akcií, komodít a mien rozvíjajúcich sa trhov.

1. INDEX VIX OSTÁVA NA MIERNEJ ÚROVNI



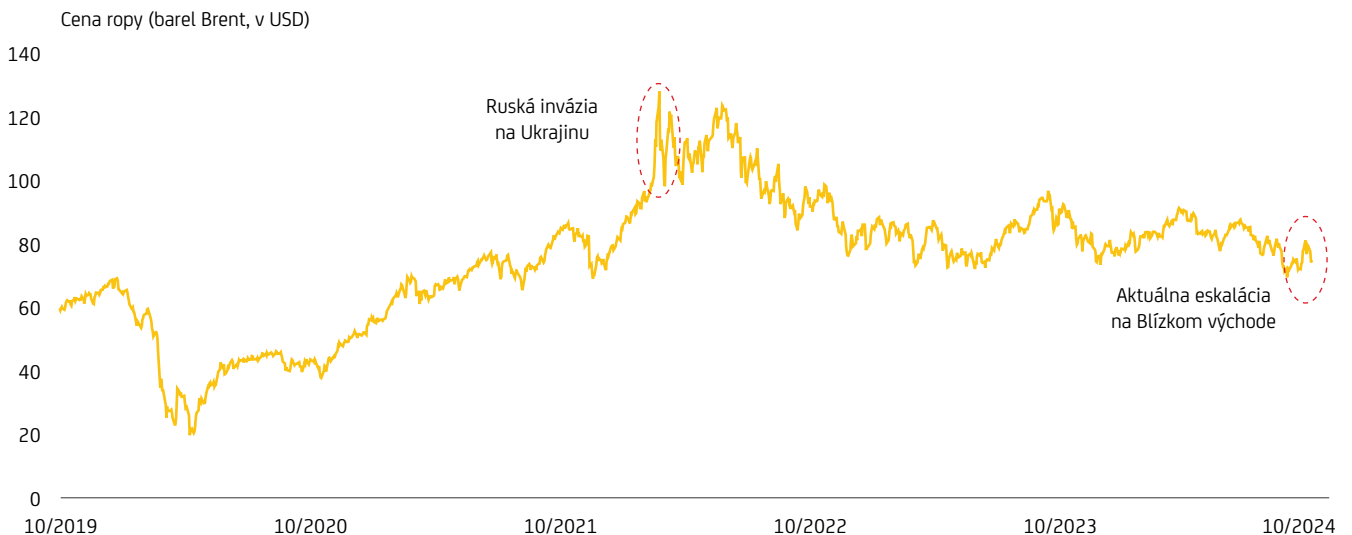
Poznámka: Minulé výkony, simulácie a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Pri investíciách v cudzej mene môžu výnosy stúpať alebo klesať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

Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 15. 10. 2019 – 15. 10. 2024

KONFLIKT NA BLÍZKOM VÝCHODE HÝBE TRHOM S ROPOU: CENA ROPY DOČASNE STÚPA

Až do začiatku októbra trh s ropou zväčša ignoroval rastúce napätie na Blízkom východe. Vzhľadom na slabnúci dopyt v Číne a náznaky hospodárskeho spomalenia v USA ceny ropy v posledných mesiacoch celkovo klesali. Po tom, čo cena ropy Brent v treťom štvrtroku výrazne klesla – a v septembri dočasne dosiahla najnižšiu úroveň za takmer tri roky – začiatkom októbra po raketovom útoku Iránu na Izrael cena vzrástla takmer o 10 % (pozri graf 2). Hoci išlo o najväčší nárast od januára 2023 (na týždennej báze), celkové pohyby sa stále zdajú byť mierne: ceny ropy síce vzrástli, ale z nízkej úrovne. Vzhľadom na zintenzívnenie konfliktu je pravdepodobné, že volatilita bude v súčasnosti pokračovať, ale neočakáva sa explózia cien – za predpokladu, že nedôjde k masívnej eskalácii a dodávky ropy zostanú do značnej miery neporušené.

2. CENY ROPY SA V DLHODOBOM KONTEXTE ZVÝŠILI LEN MIERNE



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 komodít nie sú zohľadnené náklady na obstaranie a úschovu. Pri investíciách v cudzej mene môžu výnosy stúpať alebo klesať aj v dôsledku menových výkyvov.

Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 15. 10. 2019 – 15. 10. 2024

Zatiaľ čo niektoré krajiny **OPEC+**⁶ vrátane Saudskej Arábie, ktorá je vedúcou krajinou OPEC a najväčším vývozcom ropy na svete, v súčasnosti zvažujú kroky na zmiernenie obmedzení ťažby, k tlmeniu rastu cien ropy by malo prispieť niekoľko ďalších faktorov, ktoré sa v predchádzajúcich krízach v takejto podobe nevyskytovali. Napríklad po dvoch rokoch trvalého znižovania produkcie majú výrobcovia OPEC+ značnú rezervnú kapacitu (viac ako päť miliónov barelov denne), ktorá by sa mohla obnoviť v prípade prerušenia dodávok z Iránu. Okrem toho Západ disponuje aj strategickými zásobami ropy, ktoré by mohli pomôcť stabilizovať ceny. Zásoby bridlicovej ropy v USA predstavujú dodatočnú rezervu, keďže tamojšie vrtné spoločnosti sú teoreticky schopné rýchlo rozšíriť objem ťažby.

⁶Organizácia krajín vyvážajúcich ropu plus (OPEC+) je voľné združenie pozostávajúce z 12 členov OPEC a 10 najväčších svetových krajín, ktoré nie sú členmi OPEC (vrátane Ruska).

TRANZIT FOSÍLYCH PALÍV CEZ HORMUZSKÝ PRIELIV ZOSTÁVA ACHILLOVOU PÄTOU

Prerušenie priamych dodávok z Iránu by svetový trh s ropou pravdepodobne uniesol. Dôvodom je skutočnosť, že vplyv **Iránu**⁷, ktorý vyváža približne 1,5 milióna barelov denne (podľa výpočtov analytickej spoločnosti Vortexa špecializujúcej sa na energetický sektor), na celkový trh s ropou nie je kľúčový a mnohé sankcie voči tejto krajine sú stále v platnosti. Väčšie obavy vyvoláva skutočnosť, že útok Izraela na iránsky ropný priemysel by mohol znamenať začiatok veľkého priameho konfliktu medzi oboma krajinami a mať negatívny vplyv na tranzit fosílnych palív cez Hormuzský prieliv. Prieliv spája Perzský záliv s Indickým oceánom a je jednou z najdôležitejších námorných trás na prepravu ropy, ropných produktov a skvapalneného zemného plynu (LNG). Touto úžinou prechádza takmer tretina ropy prepravovanej po mori. Irán v minulosti niekoľkokrát pohrozil jej blokadou, ale nikdy k tomu nedošlo. Prerušenie tejto kritickej prepravnej tepny by mohlo spôsobiť výrazný nárast cien ropy a dokonca ich vyhnúť na nové rekordné hodnoty, keďže **alternatívne trasy sú nedostatočné**⁸.

⁷Irán v poslednom období vyťažil takmer štyri milióny barelov denne, čo predstavuje približne 4 % celosvetovej produkcie. Napriek tomu sa zdá, že krajina našla spôsoby, ako vyvážať ropu – vrátane Číny.

⁸Ropovod východ – západ (Abkajk – Janbú) cez Arabský polostrov a ropovod Abú Zabí predstavujú do istej miery alternatívu pre Saudskú Arábiu a Spojené arabské emiráty, hoci prvý z nich vedie do Červeného mora, ktoré už bolo obidené.

Vzhľadom na blížiacu sa zimu na severnej pologuli a s ňou spojený nárast dopytu by bol takýto scenár problematický aj pre svetové trhy s plynom. Vývoz LNG z Kataru predstavuje viac ako 20 %

celosvetového obchodu s LNG a Katar plánuje do roku 2027 výrazne zvýšiť svoju kapacitu na viac ako 170 miliárd metrov kubických, Hormuzský prieliv sa pravdepodobne tak stane pre tok LNG ešte dôležitejším. Rozvoj zodpovedajúcich kapacít zvýšil význam Blízkeho východu ako dodávateľa rafinovaných produktov, najmä pre Európu. Európska únia (EÚ) je viac ako v minulosti závislá od dodávok skvapalneného zemného plynu a rafinovaných ropných produktov z tohto regiónu, a to aj z dôvodu sankcií voči Rusku.

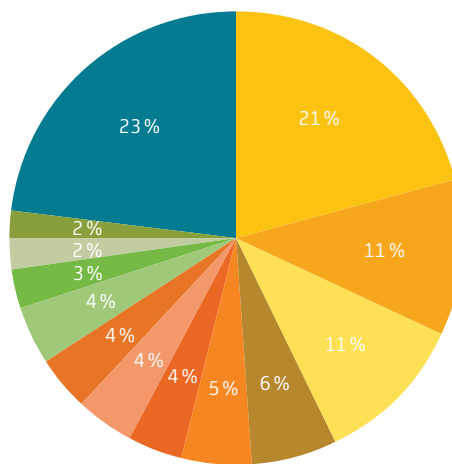
ROPNÉ TRHY SA „NAUČILI“, AKO SA VYROVNAŤ S GEOPOLITICKÝMI KRÍZAMI

Hoci riziká nemožno poprieť, trhy s ropou sa zjavne „naučili“ zvládať geopolitické krízy spôsobom, ktorý sa ešte pred niekoľkými rokmi zdal nemysliteľný: len obavy z možnej eskalácie na Blízkom východe vtedy dokázali spôsobiť prudký nárast cien ropy. Pravdepodobnosť novej ropnej krízy, porovnateľnej s cenovým šokom z roku 1973, sa dnes zdá byť oveľa nižšia. Je to spôsobené aj zmenami ponuky. Napríklad vďaka novým metódam frakovania sa USA stali najväčším producentom na svete (pozri graf 3) a sú do značnej miery energeticky sebestačné.

3. USA SÚ NAJVÄČŠÍM PRODUCENTOM ROPY NA SVETE

Globálna výroba: 102 miliónov barelov/deň (2023)

- USA
- Saudská Arábia
- Rusko
- Kanada
- Čína
- Irak
- Brazília
- Spojené arabské emiráty
- Irán
- Kuvajt
- Mexiko
- Nórsko
- Iné



Zdroj: Americký Úrad pre energetické informácie (EIA), investičná stratégia skupiny UniCredit

Hoci celosvetový dopyt po rope stále rastie, vykazuje spomaľovanie. Napríklad americký Úrad pre energetické informácie (EIA) nedávno znížil tohtoročné **prognózy cien ropy**⁹ na 81 USD a na budúci rok na 78 USD za barel ropy Brent. Svoje revízie odôvodňuje obavami o globálny hospodársky výhľad, najmä v dôsledku pretrvávajúceho tlmeného dopytu z Číny. Tie by prevážili nad krátkodobou neistotou dodávok v dôsledku geopolitických rizík na Blízkom východe. V polovici októbra OPEC už tretíkrát po sebe znížil svoje prognózy dopytu po rope na tento a budúci rok. Z dlhodobejšieho hľadiska EIA predpokladá, že dopyt po fosílnych palivách dosiahne vrchol pred rokom 2030 a že celosvetový **dopyt po rope sa ustáli na úrovni maximálne necelých 106 miliónov barelov denne**¹⁰ (z tohtoročných približne 103 miliónov barelov). EIA očakáva, že globálne ťažobné kapacity porastú podstatne rýchlejšie ako dopyt a do roku 2030 ho prekročia približne o 8 miliónov barelov denne. To by znamenalo trvalý tlak na pokles ceny ropy. Podľa IEA k tomuto vývoju prispieva aj transformácia energetických systémov na celom svete – vrátane rozširovania elektromobility a rýchleho rastu obnoviteľných zdrojov energie.

⁹Odkaz: https://www.eia.gov/outlooks/steo/pdf/steo_full.pdf

¹⁰Odkaz: <https://iea.blob.core.windows.net/assets/493a4f1b-c0a8-4bfc-be7b-b9c0761a3e5e/Oil2024.pdf>

POSÚDENIE VPLYVU SÚČASNEJ SITUÁCIE NA INVESTIČNÚ STRATÉGIU

Pokiaľ ide o globálne finančné trhy, rozsah možného risk-off sentimentu vyvolaného konfliktom na Blízkom východe bude do veľkej miery závisieť od toho, či a do akej miery sa bude situácia zhoršovať. Zatiaľ čo dohoda o prímerí a výmena väzňov medzi Izraelom a Hamasom (najlepší scenár) sa v súčasnosti zdajú byť vzdialené, neočakávame, že medzi Izraelom a Iránom dôjde k úplnej vojne (najhorší scenár). V našom základnom scenári, v ktorom by mali byť dodávky energie z Blízkeho východu zabezpečené bez väčších výpadkov, by mali svetové finančné trhy naďalej vnímať tento región do istej miery pokojne. V tomto ohľade sa zásadné úpravy alokácie našich aktív v reakcii na vývoj na Blízkom východe v súčasnosti nezdajú byť vhodné.

V každom prípade je vplyv geopolitických kríz na dlhodobú výkonnosť vhodne diverzifikovaného portfólia viacerých aktív sporný: Zo **štúdie najväčšieho svetového správcu aktív BlackRock**¹¹ napríklad vyplýva, že reakcia trhu na geopolitické otrasy je (v priemere) zvládnuteľná a vo

¹¹Odkaz: <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-gauging-geopolitics-june-2019.pdf>

všeobecnosti krátkodobá. Pozorujeme, že geopolitické riziká majú významný vplyv na ceny aktív len vtedy, keď majú trvalý vplyv na vyhliadky rastu alebo inflácie. Vďaka tomu, že zatiaľ všetko naznačuje mäkké pristátie ekonomiky USA sprevádzané perspektívou ďalšieho znižovania úrokových sadzieb a očakávaní silných ziskov v rokoch 2025 a 2026, majú rizikové aktíva, napríklad akcie, v súčasnosti dobrú podporu.

Napriek tomu možno v nasledujúcich týždňoch očakávať zvýšenú volatilitu na trhu (nielen v dôsledku krízy na Blízkom východe, ale aj v súvislosti s prezidentskými voľbami v USA, ktoré sa uskutočnia 5. novembra). V prípade vážnej eskalácie konfliktu na Blízkom východe sa zdá byť výraznejšia korekcia cien rizikových aktív, ktoré nedávno opäť dosiahli nové maximá, nevyhnutná – najmä preto, že vážnejšie narušenia v Hormuzskom prielive by mohli podkopať dôveru spotrebiteľov a investorov a podnietiť obavy z inflácie a recesie. Podľa výpočtov Medzinárodného menového fondu (MMF) by trvalé zvýšenie ceny ropy o 15 % dočasne viedlo k zvýšeniu celosvetovej miery inflácie o 0,7 percentuálneho bodu. MMF tiež vidí riziko významných hospodárskych dôsledkov pre región a svetové hospodárstvo, pričom však nevyčíslil ich možný dosah. To by skomplikovalo aj úlohu centrálnych bánk, ktoré nemôžu súčasne bojovať proti inflácii a podporovať ekonomiku.

Ako zabezpečenie portfólia v prípade ďalšej eskalácie sa javia investície do energetických akcií mimo Blízkeho východu, ktoré by mali profitovať z prerušenia ťažby ropy na Blízkom východe alebo jej prepravy z neho. Zlato môže byť tiež stavebným prvkom portfólia, hoci sa zdá, že pri tomto drahom kove sa čoraz menej zohľadňujú typické faktory „**bezpečného prístavu**“¹², t. j. zabezpečenie proti geopolitickým rizikám. Cena zlata bude pravdepodobne ťažiť skôr z ďalšieho znižovania úrokových sadzieb, a teda z poklesu výnosov, ako aj z pokračujúceho silného dopytu zo strany centrálnych bánk (hoci ten v poslednom čase klesá) a rastúceho záujmu investorov.

¹² Investície do „bezpečných prístavov“ si pri kolapse trhu spravidla zachovávajú svoju hodnotu, alebo sa dokonca zhodnocujú. Nižšie riziko bezpečných prístavov, medzi ktoré tradične patria zlato, štátne dlhopisy, bezpečné akcie a hotovosť, je zvyčajne sprevádzané nižšími potenciálnymi výnosmi.

Makro a trhy

Ekonomika USA je stabilná, riziká rastu v eurozóne sa zvyšujú

USA: REVÍZIE ÚDAJOV UKAZUJÚ, ŽE EKONOMIKA JE V DOBREJ KONDÍCII

Najnovšie ekonomické údaje naznačujú, že hospodárstvo USA je naďalej v dobrej kondícii. Nielenže bol rast HDP za posledné dva roky revidovaný smerom nahor, čo ukazuje, že hospodárstvo USA rástlo výraznejšie, než mnohí očakávali, ale aj najnovšie údaje o zamestnanosti ukazujú, že trh práce v USA je naďalej silný (pozri graf 4). Napríklad v septembri bolo vytvorených 254 000 nových pracovných miest, čo je viac ako kedykoľvek od marca a výrazne viac, ako očakávali analytici (v priemere 150 000). Miera nezamestnanosti tiež klesla už druhý mesiac po sebe a v súčasnosti je opäť na úrovni tesne nad 4 %. Aj keď existujú určité štatistické náznaky, že údaje o zamestnanosti za september mohli byť prehnané, nijako nenaznačujú prudké zhoršenie hospodárskej situácie. Pri pohľade na dlhodobý vývoj zamestnanosti sa naďalej prejavuje slabnúci, a teda normalizačný trend, čo podporuje náš predpoklad o **mäkkom pristáti**¹³ ekonomiky. Spomalenie tempa sa prejavuje aj na strane inflácie. V septembri 2024 celková miera klesla šiesty mesiac po sebe na 2,4 % medziročne (z 2,5 % v auguste), čo je najnižšia úroveň od februára 2021. Pokles bol spôsobený najmä poklesom cien energií (deflácia) (– 6,8 % v porovnaní s – 4 % v auguste). Naopak, medziročná miera jadrovej inflácie (celková miera bez volatilných zložiek energií a potravín) sa zrýchlila na 3,3 % z 3,2 % v predchádzajúcich dvoch mesiacoch, čo bolo spôsobené najmä spomalením poklesu cien nových a ojazdených automobilov. Naopak, toľko spomínané ceny nájomného a služieb (okrem nájomného za bývanie) rástli menej výrazne, čo znížilo základné inflačné tlaky.

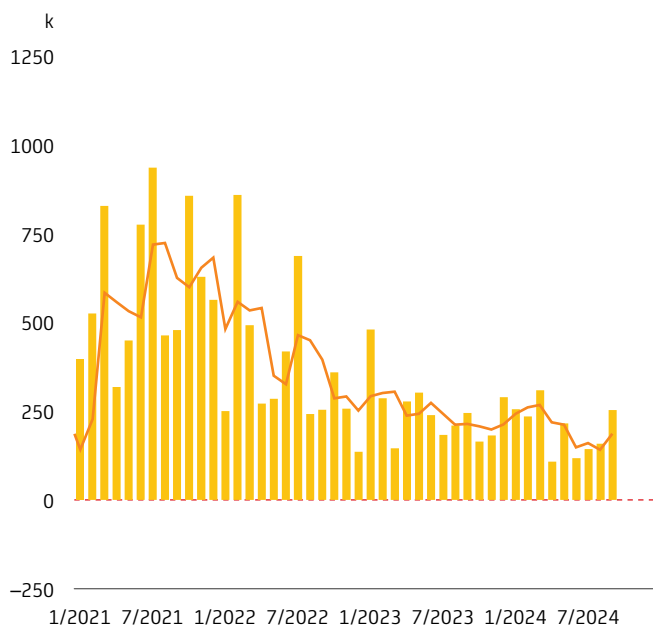
Keďže trhy považujú otázku inflácie do značnej miery za zažehnanú, pozornosť sa teraz sústreďuje predovšetkým na otázky rastu. V tejto súvislosti neočakávané priaznivé hospodárske údaje v USA podnietili trhy, aby začali počítať so znížením úrokových sadzieb zo strany amerického Federálneho rezervného systému (pozri graf 4). Zatiaľ čo pred zverejnením údajov z amerického trhu práce trh ešte očakával tri zníženia úrokových sadzieb do konca roka 2024 (t. j. 75 bázických bodov), v súčasnosti už plne započítal jedno zníženie sadzieb a na každom z novembrových a decembrových zasadaní očakáva zníženie sadzieb len o 25 bázických bodov (t. j. 50 bázických bodov do konca roka 2024). Tento trend bude pokračovať aj na začiatku roka 2025, keď sa v priebehu prvého štvrtroka očakáva zníženie sadzieb o 25 bázických bodov. Rekalibráciu trajektórie úrokových sadzieb potvrdila aj zverejnená zápisnica zo septembrového zasadania amerického Federálneho rezervného systému, z ktorej vyplýva kontroverzná diskusia o zavedených uvoľňovacích opatreniach. Keď bola v septembri znížená kľúčová úroková sadzba, niektorí členovia Fedu by uprednostnili menej výrazné uvoľnenie menovej politiky. Podľa zápisnice viacerí členovia Fedu poznamenali, že zníženie o 25 bázických bodov (namiesto skutočného zníženia o 50 bázických bodov) by bolo v súlade s postupnou normalizáciou menovej politiky, čo by tvorcom politiky poskytlo čas na posúdenie miery sprísnenia menovej politiky vzhľadom na ďalší hospodársky vývoj. Predpokladáme, že americký Federálny rezervný systém bude teraz postupne pokračovať v cykle znižovania úrokových sadzieb, pričom v novembri a decembri dôjde k dvom zníženiam sadzieb po 25 bázických bodov a následne do konca roka 2025 k ďalším piatim zníženiam úrokových sadzieb v rovnakej výške.

¹³ 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.

4. AMERICKÝ TRH PRÁCE V SEPTEMBRI PREKVAPIVO SILNÝ, TRHY UPRAVUJÚ OČAKÁVANIA ÚROKOVÝCH SADZIEB

TRH PRÁCE USA

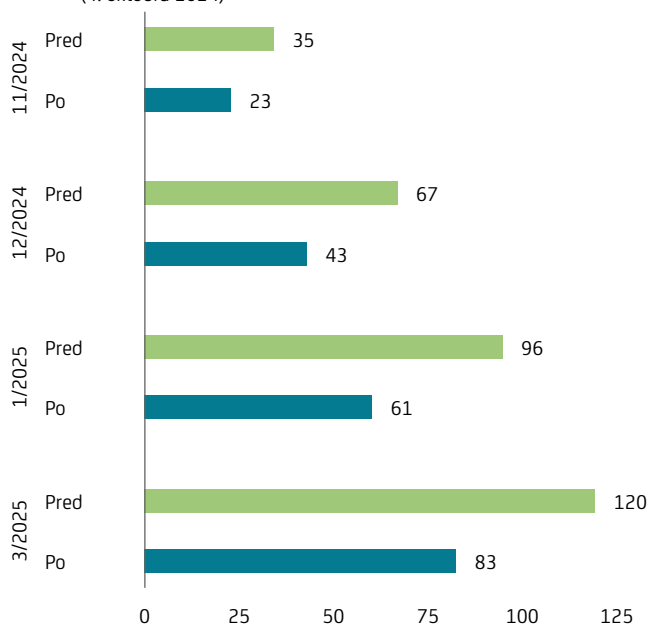
- Nové pracovné miesta (BLS), po revízii
- Nové pracovné miesta (BLS), po revízii (3-mesačný kĺzavý priemer)



Zdroj: Úrad pre štatistiku práce (BLS), Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit

OČAKÁVANIA TRHU TÝKAJÚCE SA ZNÍŽENIA NAŠICH ÚROKOVÝCH SADZIEB

v bázičných bodoch, pred a po zverejnení údajov o trhu práce v USA (4. októbra 2024)



EUROZÓNA: ECB OPĀŤ ZNÍŽILA KLÚČOVÉ ÚROKOVÉ SADZBY V DÔSLEDKU ZVÝŠENÝCH RIZÍK RASTU

Hospodárske oživenie v eurozóne sa v treťom štvrtroku neočakávané prudko spomalilo. Index nákupných manažérov pre výrobný sektor v septembri klesol na **45 bodov**¹⁴ (v porovnaní s necelými 46 bodmi v predchádzajúcom mesiaci), čo predstavuje najnižšiu úroveň v tomto roku (pozri graf 5). Zodpovedajúci index pre sektor služieb tiež ďalej klesol a dosiahol hodnotu tesne nad 51 bodov (po približne 53 bodoch v predchádzajúcom mesiaci). Hoci tento vývoj naďalej naznačuje mierny rast v sektore, predstavuje najslabšiu expanziu za posledných sedem mesiacov. Okrem toho miera inflácie v eurozóne klesla. Celková miera medziročného rastu klesla v septembri na 1,7 % (po 2,2 % v auguste), čo je najnižšia úroveň od apríla 2021. Je teda pod cieľovou hodnotou ECB vo výške 2 %. Pre ECB by mal byť pozitívny najmä vývoj jadrovej inflácie, ktorá klesla na 2,7 % (z 2,8 % v predchádzajúcom mesiaci), pričom sa spomalila najmä inflácia v službách (na 3,9 % po 4,1 %).

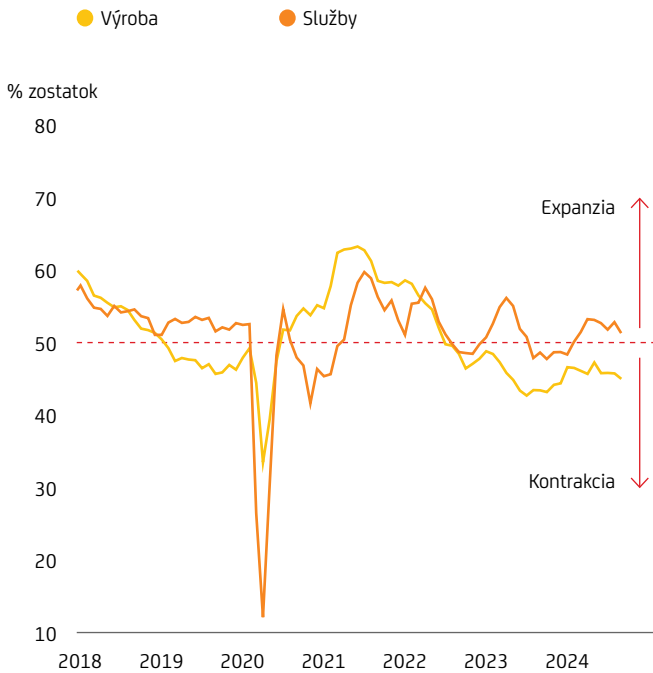
Podľa očakávaní ECB na svojom októbrovom zasadnutí tretíkrát v tomto roku znížila depozitnú sadzbu o 25 bázičných bodov na 3,25 % (graf 5). Refinančná sadzba bola znížená na 3,40 %. „**Holubice**“¹⁵ v Rade guvernérov ECB boli istý čas za ďalšie zníženie úrokových sadzieb. Toto rozhodnutie vychádzalo nielen z aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu. Okrem septembrovej správy o nižšej inflácii sa poukazyvalo najmä na nedávne slabšie predstihové ukazovatele, ktoré negatívne ovplyvňujú hospodársky výhľad. Na tlačovej konferencii sa hovorilo aj o tejto téme. Prezidentka ECB Laгарdeová jasne poukázala na riziká ohrozujúce rast, ktoré sa v poslednom čase objavili. S odkazom na najnovšie predstihové ukazovatele (najmä indexy nákupných manažérov) konštatovala, že hospodárska aktivita bola slabšia, než sa očakávalo. Zdôraznila najmä, že rast súkromnej spotreby zaostal za očakávaniami a že sa zvýšili riziká ohrozujúce rast zamestnanosti. Tieto vyjadrenia nás utvrdzujú v názore, že ECB bude postupne pokračovať v cykle znižovania úrokových sadzieb a na svojich zasadaniach bude v nadchádzajúcom roku ďalej znižovať úrokové sadzby, pričom depozitná sadzba pravdepodobne dosiahne konečnú úroveň 2 % v septembri 2025.

¹⁴Štatistickí očakávajú, že podnikateľská aktivita sa rozšíri nad hranicu 50 bodov.

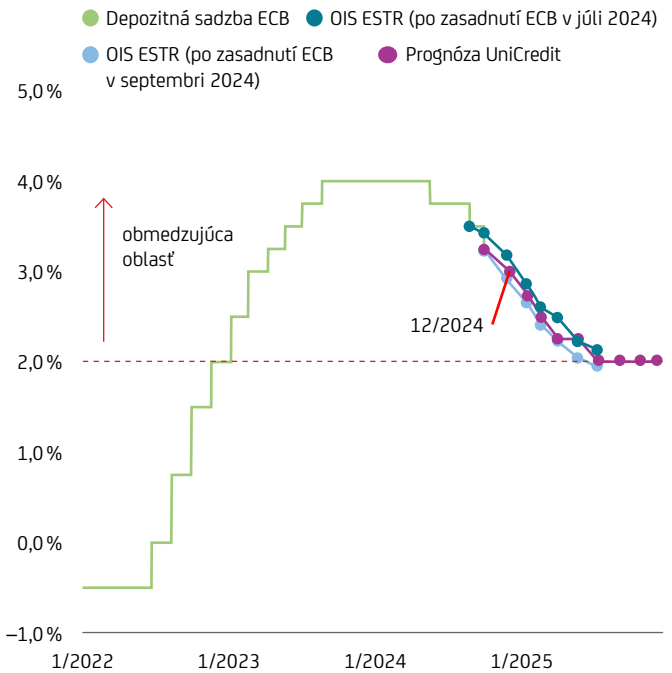
¹⁵Holubice vo všeobecnosti podporujú voľnejšiu menovú politiku a nízke úrokové sadzby s cieľom stimulovať hospodársky rast.

5. RASTOVÉ RIZIKÁ V EUROZÓNE SA ZVYŠUJÚ, ECB OZNÁMILA OČAKÁVANÝ ĎALŠÍ POHYB ÚROKOVÝCH SADZIEB

INDEX NÁKUPNÝCH MANAŽÉROV V EUROZÓNE



KĹÚČOVÁ ÚROKOVÁ SADZBA EUROZÓNY A OČAKÁVANIA TRHU



* Jednodňový indexový swap (OIS) je úrokový swap, pri ktorom sa fixná úroková sadzba vymieňa za variabilnú úrokovú sadzbu, pričom variabilná úroková sadzba sa vzťahuje na jednodňový index (v tomto prípade krátkodobú úrokovú sadzbu v eurách, ESTR).

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

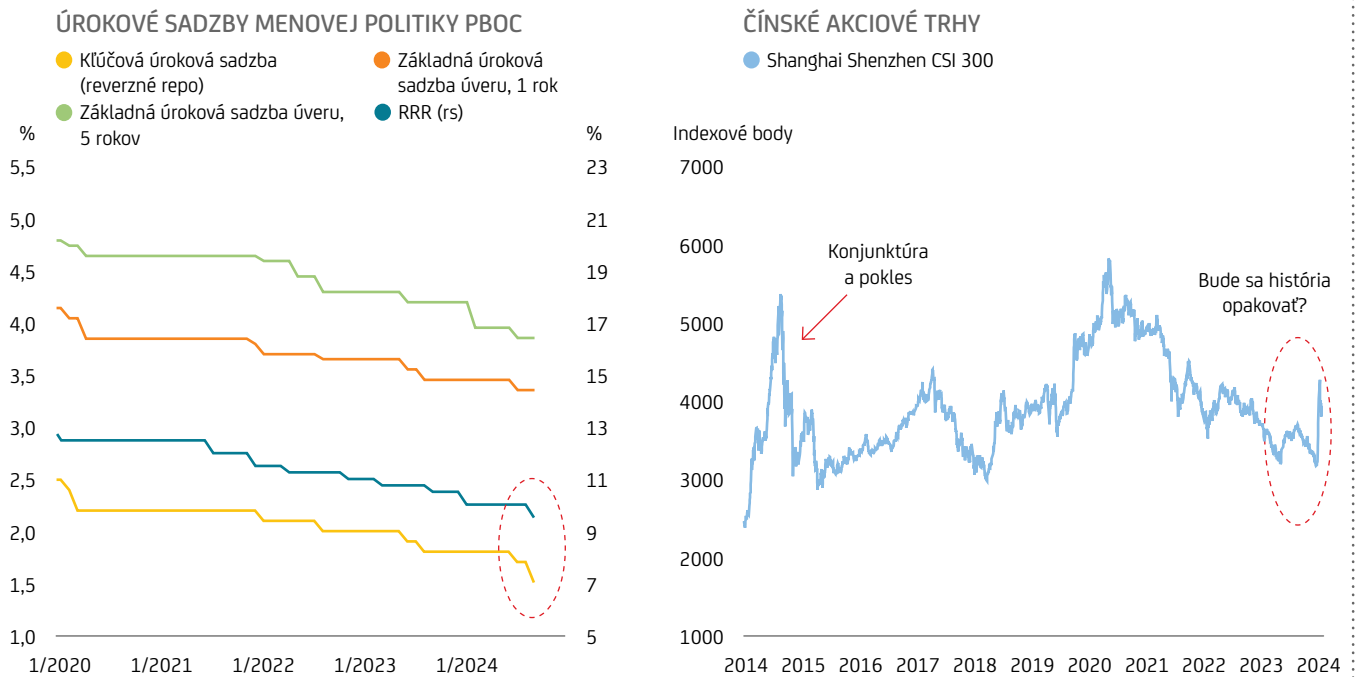
ČÍNA: HOSPODÁRSKE OŽIVENIE V TREŤOM ŠTVŔŤROKU NAĎALEJ STRÁCA DYNAMIKU

Podľa najnovších údajov o raste vzrástla čínska ekonomika v treťom štvrtroku v porovnaní s rovnakým štvrtkom predchádzajúceho roka o 6,4 %, čo bolo viac, ako sa očakávalo, ale pomalšie ako kedykoľvek za posledných šesť štvrtkov. Inflácia zostala v septembri tiež stabilná, a to na úrovni 0,4 % (po 0,6 % v predchádzajúcom mesiaci) v prípade spotrebiteľských cien a – 2,8 % (po – 1,8 % v predchádzajúcom mesiaci) v prípade cien výrobcov (v porovnaní s rovnakým mesiacom predchádzajúceho roka). Slabá inflácia najmä na strane spotrebiteľov poukazuje na pokračujúci pomalý vývoj domácej ekonomiky, aj keď súkromná spotreba v poslednom období opäť nabrala určitú dynamiku. Podporný účinok tu pravdepodobne mali vládne dotácie na modernizáciu zariadení dlhodobej spotreby a zvýšené dotácie na nákup automobilov. Hospodárske vyhliadky však zostávajú skôr tlmené, keďže predstihové ukazovatele (napr. indexy nákupných manažérov) naďalej klesajú, čo znamená, že cieľ rastu vo výške 5 %, ktorý si vláda sama stanovila na rok 2024, sa pravdepodobne nepodarí dosiahnuť. V nasledujúcich týždňoch bude preto dôležité sledovať, aké ďalšie stimulačné opatrenia prijme čínska vláda na ďalšie oživenie rastu.

S cieľom stabilizovať hospodársky vývoj čínska vláda nedávno oznámila sériu menových a fiškálnych podporných opatrení. Možno predpokladať, že ďalšie podrobnosti budú oznámené po zasadnutí Stáleho výboru Národného ľudového zhromaždenia (NPCSC). Dátum stretnutia však zatiaľ nebol stanovený. Pokiaľ ide o menovú politiku, Čínska ľudová banka (PBoC) prijala v posledných týždňoch niekoľko opatrení. Okrem zníženia existujúcej úrokovej sadzby hypotekárnych úverov (približne o 50 bázických bodov) na podporu trhu s nehnuteľnosťami PBoC znížila RRR¹⁶ o 50 bázických bodov (a do konca roka oznámila ďalšie zníženie o 25 až 50 bázických bodov) a kľúčovú úrokovú sadzbu o 20 bázických bodov (graf 6). Okrem toho boli oznámené nové nástroje na spätný odkup akcií v celkovej hodnote 800 miliárd čínskych jüanov. Presné podrobnosti o opatreniach fiškálnej podpory sa ešte len budú spresňovať. Vzhľadom na vysokú úroveň verejného dlhu však vidíme len malú šancu na prijatie významných opatrení v krátkodobom až strednodobom horizonte, a teda len obmedzený rastový impulz. Dá sa predpokladať, že nájdenie vhodných opatrení na prekonanie štrukturálnych problémov Číny (vrátane vysokej nadbytočnej kapacity v priemysle a stavebníctve, ako aj slabého súkromného dopytu) si vyžiada určitý čas. Okrem toho tieto opatrenia pravdepodobne nadobudnú plnú účinnosť až s určitým oneskorením. Čínske akciové trhy medzitým reagovali na oznámenie nových opatrení výrazným rastom cien (pozri graf 6 a naše komentáre v nasledujúcej časti).

¹⁶ RRR (Reserve Requirement Ratio) je sadzba povinných minimálnych rezerv bánk, ktorá určuje výšku povinných zostatkov, ktoré musia banky držať. Vzhľadom na túto povinnosť banka nemôže časť svojich disponibilných zostatkov v centrálnej banke použiť na iné účely, napr. ako úver na medzibankovom trhu. Zníženie RRR sa preto považuje za stimuláciu rastu.

6. ČÍNA S ĎALŠÍMI STIMULAČNÝMI OPATRENAMI NA PODPORU EKONOMIKY, AKCIOVÉ TRHY PROFITUJÚ



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: PBoC, Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 18. 10. 2014 – 18. 10. 2024

FINANČNÉ TRHY: STIMULY VEDÚ K RASTU ČÍNSKÝCH AKCIÍ, DO KONCA ROKA SA OČAKÁVA CELKOVO KONŠTRUKTÍVNE TRHOVÉ PROSTREDIE

Nedávny politicky motivovaný rast na čínskom akciovom trhu na pozadí štrukturálnych hospodárskych problémov krajiny je veľmi podobný vývoju v rokoch 2014/2015 (pozri graf 6 vyššie): Vtedy zažil široký čínsky akciový trh pozoruhodný rast a od novembra 2014 sa takmer zdvojnásobil, kým sa v júni 2015 katastroficky zrútil. Vtedy, rovnako ako v súčasnosti, boli kľúčovými faktormi konjunktúry jasné politické signály zo strany ústrednej vlády, vysoký prísun likvidity na trh a pozitívna nálada investorov, hoci reálna čínska ekonomika bola v tom čase tiež v slabom stave (t. j. vysoká úroveň zadlženia a nevyvážený model rastu s jednostranným zameraním na investície a vývoz).

Hoci stále nejasný vývoj hospodárskej politiky v Číne vyvoláva otázky týkajúce sa strednodobej ziskovosti investícií v tomto regióne, neočakávame okamžitý prepad ako v roku 2015. Čína je preto pre nás naďalej zaujímavá z hľadiska taktickej alokácie. Zo strategického hľadiska však čínska vláda musí predložiť ucelený politický program na riešenie štrukturálnych problémov. Patrí k nim nedostatočný súkromný dopyt a s ním spojené riziká deflácie, ako aj nadmerné kapacity v sektore nehnuteľností. Keďže sa nám zatiaľ nepodarilo identifikovať žiadne ďalekosiahle politické opatrenia na riešenie týchto problémov, zostávame pri hodnotení, že ďalšie investície v Číne sú v strednodobom horizonte menej atraktívne.

Celkovo sa posledných niekoľko týždňov na svetových finančných trhoch vyznačovalo prevažne pozitívnu náladou. Po septembri, ktorý sa na akciových trhoch považuje za jeden z najťažších mesiacov a začal sa skôr negatívnym trendom a najslabším obchodným dňom od výpredaja na začiatku augusta, sa investori čoraz viac sústredili na rozhodnutia menovej politiky Fedu a ECB. Pribeh „mäkkého pristátia“ americkej ekonomiky stále platí (podporený neočakávané silnými hospodárskymi údajmi) a najnovšie údaje o inflácii z eurozóny a USA podporili vyhliadky na pokračovanie cyklu postupného znižovania úrokových sadzieb.

V sledovanom období (od 1. septembra do 18. októbra) táto zmiešaná situácia výrazne podporila akciové trhy, pričom najmä trhy v USA dosahovali vysoko pozitívne výsledky. Okrem zjavne lepších základných údajov o americkej ekonomike je aj konsenzus (medián očakávaní analytikov) očakávaných ziskov amerických spoločností na nasledujúcich dvanásť mesiacov lepší ako v Európe. V kontexte cyklu znižovania úrokových sadzieb z iniciatívy Fedu a ECB, očakávaného „mäkkého pristátia“ americkej ekonomiky a postupného hospodárskeho oživenia v Európe v nadchádzajúcom roku by konštruktívne prostredie na akciových trhoch malo pokračovať aj v posledných dvoch

mesiacoch roka. Neúspechy však stále nemožno vylúčiť, najmä vzhľadom na možné prekvapenia počas súčasného vykazovaného obdobia, zvýšenú neistotu spojenú s prezidentskými voľbami v USA a krízou na Blízkom východe (pozri tiež časť „V centre pozornosti“).

Pohľad na investície s pevným výnosom ukazuje, že volatilita na začiatku septembra viedla k príklonu ku kvalite, zatiaľ čo vyhladky na (ďalšie) znižovanie úrokových sadzieb zo strany hlavných západných centrálnych bánk spočiatku spôsobili ďalší pokles výnosov na dlhopisových trhoch. Zvýšenie **neutrálnej dlhodobej úrokovej sadzby**¹⁷ zo strany Fedu v rámci svojho rozhodnutia menovej politiky v polovici septembra iniciovalo obrat trendu a posunulo dlhodobé výnosy opäť o niečo nahor. Táto korekcia výnosov smerom nahor následne pokračovala. Prvýkrát od augusta sa výnosy 10-ročných amerických štátnych dlhopisov vyšplhali späť nad hranicu 4% a výnosy dvojročných dlhopisov tiež dočasne vzrástli nad túto hranicu (pozri tabuľku na strane 21). Bolo to spôsobené najmä prekvapivo silnými údajmi z amerického trhu práce a dočasným očakávaním trhu, že v americkej ekonomike sa odohrá scenár „**bez pristátia**“¹⁸. Investori sa naďalej zameriavajú na normalizáciu výnosovej krivky: krivka amerických štátnych dlhopisov sa v posledných týždňoch výrazne zvýšila, t. j. rozdiel vo výnosoch krátkodobých a dlhodobých dlhopisov sa zvýšil. Vzhľadom na zhoršujúce sa hospodárske prostredie v eurozóne sa výnosy Bundov mohli čiastočne oddeliť od vývoja výnosov v USA. Výnosy 10-ročných Bundov v sledovanom období dokonca mierne klesli a aj výnosy 2-ročných Bundov mali zväčša rovnaký klesajúci trend (pozri tabuľku na strane 21).

V posledných týždňoch mala eskalácia konfliktu na Blízkom východe veľký vplyv na cenu ropy, hoci riziková prémie v októbri bola odvtedy do veľkej miery opäť ocenená (pozri tabuľku na strane 21, podrobnú analýzu vývoja cien ropy nájdete v časti „V centre pozornosti“). Cena zlata sa ku dňu vykazovania (18. október) vyšplhala na novú rekordnú úroveň viac ako 2 700 USD za trójsku uncu. Okrem neistoty súvisiacej s konfliktom na Blízkom východe a nadchádzajúcimi voľbami v USA nedávny pokles cien ropy pravdepodobne pomohol rastu, ktorý utlmil obavy z výraznejšieho stúpania inflácie a naznačil ďalší priestor na zníženie úrokových sadzieb pre centrálnu banku. V uvedených podmienkach (slabé hospodárske údaje z eurozóny oproti silným údajom z USA) sa oživenie jednotnej meny na čas zastavilo: euro kleslo späť pod hranicu 1,10 USD (pozri tabuľku na strane 21).

¹⁷ Neutrálna úroková miera je definovaná ako úroková miera, ktorá je zlučiteľná s plne využitým výrobným potenciálom a konštantnou mierou inflácie.

¹⁸ Scenár „bez pristátia“ opisuje situáciu, v ktorej sa ekonomika nielenže vyhne recesii, ale napriek reštriktívnej menovej politike rastie.

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	○	●	○
		Tichomoríe (RT ¹)	○	○	●
		Rozvíjajúce sa trhy	○	●	○
	Dlhopisy	Štátne dlhopisy EMÚ	○	●	○
		Štátne dlhopisy mimo EMÚ	○	●	○
		Podnikové dlhopisy s investičným stupňom EUR	○	○	●
		Podnikové dlhopisy s vysokým výnosom	●	○	○
		Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)	○	○	●
		Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)	○	○	●
	Komodity	Olej	○	●	○
		Zlato	○	●	○

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

Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

AKCIE

GLOBALNE AKCIE: NEUTRÁLNY

Prostredie zostáva pre globálne akcie priaznivé: napriek stále reštriktívnej menovej politike a náznakom spomalenia zostáva ekonomika USA veľmi odolná. Okrem toho sa z globálneho hľadiska rozširuje trend znižovania sadzieb centrálnych bánk, pričom Fed má dostatok priestoru na ďalšie uvoľňovanie 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 štvrtok ponúka pre akcie tradične pozitívnu sezónnosť. Na druhej strane sú ocenenia v niektorých oblastiach relatívne vysoké a geopolitické riziko zostáva významné. Zachováваме 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 štvrtok zostáva konštruktívny, a potvrdzujeme neutrálnu váhu tejto triedy aktív.

AMERICKÉ AKCIE: NEUTRÁLNY

Hospodársky rast v USA nepochybne stráca na sile, ale zostáva veľmi silný. Preto sa naďalej domnievame, že mäkké prístátie americkej ekonomiky ostáva pravdepodobnejším scenárom ako tvrdé prístátie. Skutočnosť, že Fed 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 čínsky akciový trh koncom septembra vzrástol vďaka stimulom čínskej vlády a centrálnej banky, pretrvávajú geopolitické neistoty a štrukturálne problémy v ekonomike súvisiace najmä s problémami v sektore nehnuteľností a s nízkou dôverou spotrebiteľov. Celkovo sa ocenenie akcií rozvíjajúcich sa trhov naopak zdá byť 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. 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 už 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 zachováваме 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 zachováваме 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

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. Túto triedu aktív preto hodnotíme aj naďalej pozitívne s prihliadnutím na to, že vzhľadom na potenciálne oslabenie amerického dolára predstavuje implementácia stratégií zaistenia meny príležitosť na obmedzenie možných strát pre európskeho investora.

DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (MIESTNA MENA): VYSOKÁ VÁHA

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v miestnej mene tiež ponúkajú zaujímavý výnos z držby. Existuje 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 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. Zachovávame 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 októbri nové rekordné maximum, keďže zlato naďalej ťaží z nákupov centrálnych bánk – najmä Čínskej ľudovej banky a Indickej centrálnej banky – ako aj zvyšujúceho sa dopytu investorov. Nadchádzajúce zníženie úrokových sadzieb môže zlato podporiť, zatiaľ čo slabší americký dolár a zmiernenie geopolitickej neistoty môžu dopyt po zlate znížiť. Zachovávame 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. V súčasnom prostredí (slabé hospodárske údaje z eurozóny oproti silným údajom z USA) sa nedávne oživenie spoločnej meny zastavilo, ale v strednodobom horizonte vidíme potenciál čiastočného znehodnotenia amerického dolára voči euru.

Ako investovať

Investičné nápady v aktuálnom scenári



INVESTÍCIE DO AKCIÍ

NAŠA PREDSTAVA: GLOBÁLNY VPLYV ČÍNSKÝCH STIMULOV

Až do polovice septembra boli medzinárodní investori voči Číne opatrní vzhľadom na pretrvávajúce hospodárske problémy a spomalenie rastu v porovnaní s predchádzajúcim desaťročím. Nedávne oznámenie Čínskej ľudovej banky o balíku hospodárskych stimulov však oživilo záujem o túto krajinu. Opatrenia sú zamerané na dosiahnutie cieľa 5% rastu HDP v tomto roku a zahŕňajú zníženie povinných minimálnych rezerv bánk, zníženie úrokových sadzieb a osobitný dôraz na sektor nehnuteľností – prostredníctvom zníženia sadzieb na úvery na bývanie a podpory miestnych samospráv pri nákupe nepredaných domov. Okrem toho bolo investičným fondom a poisťovniam sprístupnených približne 70 miliárd USD na nákup čínskych akcií a 42 miliárd USD bolo vyčlenených na úverové linky pre kótované spoločnosti, ktoré chcú odkúpiť svoje vlastné akcie. Tieto zásahy predstavujú ešte väčší záväzok, než aký bol prijatý počas pandémie Covid-19, a okamžite vyvolali oživenie čínskeho akciového trhu, ktorý sa tak stal najvýkonnejším od začiatku roka – hoci len na niekoľko dní.

Po počiatočnej eufórii a uzatvorení niektorých krátkych pozícií sa však investori teraz zamýšľajú nad tým, či takéto stimuly môžu stačiť na riešenie hlbokých problémov krajiny, ako sú deflácia a ťažkosti na trhu s nehnuteľnosťami. V súčasnosti sa trh domnieva, že oznámený balík nepredstavuje finálne riešenie a že ďalšie opatrenia, ktoré sa očakávajú koncom októbra a v decembri, budú rozhodujúce na stimuláciu spotreby a ďalšiu podporu oživenia sektora nehnuteľností. Táto skutočnosť a sklamanie z nedostatku podrobností týkajúcich sa fiškálnych stimulov odôvodňujú následné oslabenie.

Zatiaľ čo sa čaká na ďalšie opatrenia, počiatočný vplyv stimulov možno sledovať prostredníctvom kľúčových ukazovateľov spotrebiteľskej dôvery, ako je dopyt v sektore bývania – najmä v prvom októbromom týždni, ktorý je z historického hľadiska pre kupujúcich domy najaktívnejší –, údajov o maloobchodných výdavkoch a výdavkoch na cestovanie a stravovanie. Keďže miera úspor v krajine sa blíži k 30%, je tu potenciálne veľký priestor na zvýšenie spotreby.

Z pohľadu vlastného imania sa v Číne hospodársky rast z historického hľadiska nie vždy premietol do proporcionálneho nárastu ziskov kótovaných spoločností. Po raste v polovici septembra je možné, že trh budú ešte nejaký čas poháňať opatrenia vlády. Aby však došlo k trvalému rastu, bude potrebné, aby zisky opäť začali rásť, pričom v súčasnosti v tomto smere neexistujú žiadne náznaky, na rozdiel od toho, čo bolo pozorované v Japonsku v súvislosti s reformami správy a riadenia spoločností a zameraním sa na návratnosť vlastného kapitálu.

Čínske opatrenia sa prejavili aj v Európe, ktorá je rozvinutou oblasťou s najväčšou expozíciou čínskeho trhu z hľadiska príjmov. Hoci opatrenia nestačili na to, aby sa na európskej úrovni prejavil vplyv na HDP, keďže na zvýšenie HDP v EÚ o 15 základných bodov by bolo potrebné zvýšenie vývozu do Číny o 10%, postačili na oživenie v najviac exponovaných odvetviach, ako sú kovy a ťažba (36% príjmov), polovodiče (27%), luxusné tovary a služby (20%), chemikálie (19%) a automobilový priemysel (17%). V polovici septembra sa sektor ťažby a spracovania kovov obchodoval s P/B pomerom o viac ako 1 štandardnú odchýlku nižším ako jeho historický priemer v porovnaní s trhom (STOXX Europe 600), čo je horšie ako v období Covid-19 a počas globálnej finančnej krízy. Keďže Čína je najväčším spotrebiteľom priemyselných komodít, oznámenie opatrení okamžite viedlo k normalizácii ocenenia a domnievame sa, že akékoľvek ďalšie stimuly podporia ďalšie opätovné ocenenie sektora.

Zdá sa, že aj cyklus je priaznivý, keďže sa očakáva, že sezónne obnovovanie zásob podporí základné ceny komodít minimálne do konca roka.

Na druhej strane, v prípade ostatných sektorov zostávame opatrnejší vzhľadom na cyklické a štrukturálne problémy nezávislé od témy „Čína“. Luxusný sektor zaznamenal bezprostredne po oznámení najvýraznejšie oživenie, avšak kvôli nedostatočnému zaznamenanému rastu najvýznamnejších hráčov a slabým výsledkom v treťom štvrtroku ostávame skeptickí voči vývoju sektora v strednodobom horizonte. V krátkodobom horizonte si uvedomujeme, že by mohol pozitívne prekvapiť, ak sa ukáže, že stimuly dokážu zvýšiť dôveru spotrebiteľov a podnikateľov, čo povedie k prekonaniu očakávaných výsledkov za posledné tri mesiace roka.

Okrem toho intervencia v Číne a nedávne zníženie úrokových sadzieb v USA vytvárajú priaznivé prostredie pre rozvíjajúce sa trhy, hoci na zmenu pozície v tejto oblasti je potrebná väčšia viditeľnosť pripravovaných opatrení.

Na záver by sme chceli povedať, že vzhľadom na nedostatočnú transparentnosť správy a riadenia spoločností, zložitú politickú situáciu a silnú závislosť akciového indexu od makroekonomických podmienok považujeme za vhodné zostať opatrní a zároveň si zachovať neutrálnu strategickú expozíciu voči čínskemu domácomu trhu. Platí to najmä vzhľadom na to, že váha Číny v indexe MSCI World All Countries je v súčasnosti menej ako 3 %, a preto možno jej vplyv na globálne portfóliá považovať za marginálny. Z taktického hľadiska však môže byť poloha konštruktívnejšia, najmä ak veríte v nadchádzajúce ďalšie injekcie likvidity. V skutočnosti bude taktický rast pravdepodobne pokračovať, pričom analytici odhadujú nárast v rozmedzí 10 % až 20 %, a to najmä v dôsledku prehodnotenia ocenenia s cieľom znížiť rozdiel oproti rozvíjajúcim sa trhom a rastúceho dopytu po diverzifikácii a referenčnom hodnotení zo strany medzinárodných investorov. Nakoniec sa domnievame, že zvyšovanie alebo znižovanie expozície voči tejto krajine je najlepšie realizovať prostredníctvom spoločností v rozvinutých krajinách, ktoré majú expozíciu voči Číne a ktoré môžu profitovať z oživenia čínskej ekonomiky alebo diverzifikovať na iné trhy, ak úroveň aktivity zostane znížená.

INVESTÍCIE DO DLHOPISOV

NAŠA PREDSTAVA: JE TERAZ ČAS NA DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV?

Investičný výbor sa na svojom zasadnutí v polovici septembra rozhodol prevážiť dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov. Tento krok má viacero dôvodov vrátane nedávneho rozhodnutia amerického Federálneho rezervného systému (Fed) znížiť na septembrovom zasadnutí úrokové sadzby o 50 bázických bodov, čo je viac, ako sa očakávalo.

Dlhy na rozvíjajúcich sa trhoch sú obzvlášť atraktívne, keďže ide o triedu aktív, ktorá by mohla najviac profitovať z uvoľnenia menovej politiky USA, najmä v prípade scenára „mäkkého pristátia“ americkej ekonomiky.

Hoci sa zdá, že ocenenie nemá ďalší výrazný priestor na sprísnenie, pokiaľ ide o rozdiel medzi sadzbami v USA a rozvíjajúcich sa trhoch, výrazne vyššie absolútne výnosy dlhopisov rozvíjajúcich sa trhov ponúkajú európskemu investorovi veľmi atraktívny výnos. V priebehu niekoľkých týždňov po znížení úrokových sadzieb zo strany Fedu došlo v tejto triede aktív k oživeniu tokov.

Zníženie sadzieb v USA umožní aj rozvíjajúcim sa krajinám uvoľniť svoju menovú politiku, čo ďalej posilní ekonomiky, v ktorých je inflácia a finančná stabilita pod kontrolou. Podmienky sa zdajú byť priaznivé aj pre dlhopisy v lokálnych menách na rozvíjajúcich sa trhoch v očakávaní, že tieto meny môžu voči americkému doláru posilniť. Okrem toho by sa podnikovým dlhopisom na rozvíjajúcich sa trhoch malo naďalej dariť vďaka solídnym základným ukazovateľom mnohých spoločností, čo odôvodňuje ďalšie sprísnovanie ich úverových rozpätí v nasledujúcich mesiacoch. A napokon, akýkoľvek nárast cien komodít – pokiaľ ho nesprevádza prudký nárast volatility spôsobený napríklad napätím na Blízkom východe – by mohol byť ďalšou výhodou.

Samozrejme, existujú aj riziká. V krátkodobom horizonte by tento sektor mohol trpieť určitou neistotou súvisiacou s voľbami v USA a dôsledkami obchodnej politiky USA v závislosti od víťazstva jedného alebo druhého kandidáta. Tesný súboj oboch kandidátov v prieskumoch verejnej mienky (a mnohé možné kombinácie medzi republikánmi a demokratmi v Kongrese a Bielom dome) môže viesť mnohých investorov k opatrnosti. Je však veľmi pravdepodobné, že po počiatočnej fáze volatility budú dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov profitovať z makroekonomických a menovopolitických základov, najmä v prípade mäkkého pristátia americkej ekonomiky a ďalšej ústretovej politiky Fedu.

Uvoľnenie globálnych podmienok financovania už umožnilo mnohým emitentom v rozvojových krajinách obnoviť prístup na trh a v posledných mesiacoch výrazne znížiť počet prípadov zlyhania.

Okrem toho sa zdá, že v mnohých krajinách sa základné ukazovatele neustále zlepšujú. V posledných mesiacoch napríklad ratingové agentúry zvýšili rating Paraguaja a Azerbajdžanu na „investičný stupeň“.

Pokrok sa dosiahol aj pri reštrukturalizácii zložitých situácií: Ukrajina dokončila reštrukturalizáciu svojho dlhu a Ghana v septembri začala výmenu dlhu a dokonca aj takým zanedbateľným emitentom, ako je Kamerun, sa na trhu podarilo úspešne emitovať Eurobondy.

Významný pokrok sa dosiahol v reštrukturalizácii podnikových cenných papierov, najmä v Latinskej Amerike a v niektorých prípadoch aj v čínskych realitných spoločnostiach.

Na záver možno konštatovať, že rozvíjajúce sa ekonomiky rastú rýchlejšie ako rozvinuté krajiny, vývoj inflácie je priaznivý a USA sa dostávajú do prostredia bez recesie. To sú faktory, ktoré podľa nášho názoru dostatočne vyvážia krátkodobé obavy z nadchádzajúcich volieb v USA.

Tabuľka

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	18. 10. 23	18. 10. 19	18. 10. 20	18. 10. 21	18. 10. 22	18. 10. 23	18. 10. 19	1. 1. 24
Do	18. 10. 24	18. 10. 20	18. 10. 21	18. 10. 22	18. 10. 23	18. 10. 24	18. 10. 24	18. 10. 24
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	35,5	13,3	30,0	-19,4	18,6	35,5	89,3	20,3
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	27,8	12,1	16,8	-29,2	10,6	27,8	29,9	15,7
MSCI USA (v USD)	39,3	20,7	31,1	-17,7	18,0	39,3	112,8	24,1
MSCI Európa (v EUR)	22,8	-5,5	30,7	-10,3	15,2	22,8	55,5	12,8
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	27,9	12,0	16,1	-27,9	15,6	27,9	36,8	15,6
STOXX Europe 600 (v EUR)	23,3	-4,0	30,5	-11,7	15,0	23,3	55,6	12,9
DAX 40 (Nemecko v EUR)	30,7	2,0	19,9	-17,5	18,3	30,7	55,6	17,4
MSCI Taliansko (v EUR)	35,4	-15,5	38,5	-13,5	37,3	35,4	86,6	23,0
ATX (Rakúsko, v EUR)	24,0	-26,4	77,1	-22,6	16,4	24,0	44,3	11,0
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	21,8	5,4	20,8	-9,1	4,1	21,8	44,3	14,3
S&P 500 (USA, v USD)	39,1	18,4	30,7	-15,8	17,9	39,1	112,8	24,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	26,3	6,3	26,0	-4,4	20,5	26,3	90,9	18,4
CSI 300 (Čína, v juanoch)	14,5	24,6	3,6	-19,6	-3,5	14,5	13,7	17,7
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	11,7	12,7	-5,0	-17,4	-3,6	11,7	-5,3	1,5
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	10,3	8,3	-3,3	-14,0	-1,5	10,3	-2,6	2,4
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	15,9	8,6	1,5	-19,0	3,4	15,9	6,1	4,8
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	9,0	2,4	-4,1	-18,9	-2,3	9,0	-15,0	1,0
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	10,3	2,9	-2,9	-17,9	-1,9	10,3	-11,0	2,2
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	10,7	1,6	0,2	-15,9	3,8	10,7	-1,7	4,2
Výnosy dlhopisov (zmena v bázičných bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	-90	-101	84	241	90	-90	233	21
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-106	-119	57	319	80	-106	234	-4
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-149	-98	20	373	44	-149	198	-20
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-71	-22	47	243	61	-71	257	18
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-93	-28	38	265	72	-93	251	5
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-144	-13	13	387	14	-144	259	-25
Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičných bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-48	14	-44	80	-40	-48	-35	-21
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-149	94	-183	184	-63	-149	-114	-46
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-46	1	-13	111	-49	-46	6	-26
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-154	97	-137	289	-138	-154	-35	-68
Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičných bodoch)								
Libor (USD, 3 mesiace)	-82	-175	-9	411	143	-82	290	-74
Euribor (EUR, 3 mesiace)	-80	-10	-4	200	254	-80	361	-71
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (EUR – USD)	2,7	5,7	-1,2	-15,2	7,4	2,7	-2,7	-1,8
Britská libra (EUR – GBP)	-4,5	4,7	-7,1	2,9	-0,4	-4,5	-3,8	-4,3
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-0,7	-2,5	-0,1	-8,6	-3,1	-0,7	-14,5	1,5
Japonský jen (EUR – JPY)	2,9	2,3	7,2	10,7	7,8	2,9	34,5	4,1
Komodity (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	37,0	23,9	-8,3	-6,9	18,2	37,0	72,8	30,9
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	16,8	7,3	54,8	-24,9	-0,2	16,8	44,5	10,4
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	39,1	27,6	-7,1	-6,6	17,5	39,1	82,5	31,6
Ropa (Brent, v USD za barel)	-21,5	-27,2	96,4	6,8	1,6	-21,5	21,9	-6,5

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 18. 10. 2024

Odmietnutie zodpovednosti

Marketingová komunikácia

Táto publikácia predstavuje marketingovú komunikáciu 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 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 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, nákrsov, 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 18. 10. 2024.



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



Adresa
Šancová 1/A,
813 33 Bratislava



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions