



Úspěch v Japonsku



Investičná stratégia skupiny

Mesačný výhľad

Júl 2023

Obsah

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKRO A TRHY	9
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	13
STĽPČEKY	17

Zhrnutie

Úspech v Japonsku



MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

V USA je ekonomika naďalej silná, aj keď sa súkromná spotreba a prebytok úspor domácností znižujú. Trh práce zaznamenal v máji 4-mesačné maximum v počte nových pracovných miest spolu s výraznou revíziou údajov o zamestnanosti smerom nahor v marci a apríli. Rast miezd je stále vyšší ako cieľ americkej centrálnej banky (Fed) na úrovni 3 % až 3,5 %, čo je v súlade s jej inflačným cieľom na úrovni 2 %.

Ekonomika eurozóny sa počas zimných mesiacov dostala do technickej recesie: revidované údaje o hrubom domácom produkte (HDP) ukazujú pokles rastu o 0,1 % vo štvrtom štvrtroku 2022 aj v prvom štvrtroku 2023. Rast zamestnanosti sa zasa zrýchlil z 0,3 % vo štvrtom štvrtroku 2022 na 0,6 % v prvom štvrtroku 2023, čím už druhý štvrtrok po sebe prekonal rast HDP. Priemyselná produkcia (bez stavebníctva) po marcovom prepade v apríli medzimesačne vzrástla o 1,0 % (mierne nad konsenzuálnym odhadom).

Hospodárska aktivita v Číne v máji naďalej strácala dynamiku. Priemyselná produkcia sa spomalila, rast investícií do fixných aktív klesol, rovnako ako maloobchodné tržby.



INFLÁCIA A MENOVÁ POLITIKA

Celková miera inflácie v USA výrazne oslabil a klesla na najnižšiu úroveň od marca 2021 (4,0 % medziročne). Pokles bol spôsobený najmä výrazným prepadom cien energií, zatiaľ čo ceny potravín mierne vzrástli. Dôležitými faktormi znižovania inflácie v nasledujúcich mesiacoch budú pravdepodobne najomné a ceny výrobcov, ktoré v máji výrazne spomalili. Fed na svojom poslednom zasadnutí ponechal cieľové rozpätie pre kľúčovú úrokovú sadzbu nezmenené na úrovni 5,00 – 5,25 %, ako sa všeobecne očakávalo. Podľa nášho názoru je síce ďalšie zvýšenie sadzieb v júli pravdepodobné, ale ďalšie zvýšenie o 25 bázických bodov neskôr v priebehu roka je skôr otázne, najmä preto, že očakávame slabší hospodársky rast a infláciu, než očakáva Fed.

Inflácia v eurozóne v máji výrazne klesla, čo poukazuje na to, že účinok sprísňovania menovej politiky Európskej centrálnej banky (ECB) sa začína prejavovať. Energie medziročne klesli o 1,7 %, zatiaľ čo ceny potravín v máji vzrástli o 12,5 %. Takže zatiaľ čo rast cien v Európe pokračuje, rastie presvedčenie, že aj miera inflácie mohla dosiahnuť svoj vrchol. ECB naďalej preukazuje svoje odhodlanie včas znížiť infláciu na strednodobý cieľ 2 % a v polovici júna opäť zvýšila svoje kľúčové úrokové sadzby o 25 bázických bodov, čím sa depozitná sadzba dostala na úroveň 3,50 %. Ani rétorika prezidentky ECB Christine Lagardovej nenaznačuje, že by ECB v júli ukončila cyklus zvyšovania sadzieb. V súlade s tým zvyšujeme našu prognózu vrcholu depozitnej sadzby z 3,75 % na 4,00 %.



FINANČNÉ TRHY

Aktiové trhy mali v júni dobrú podporu. Index S&P 500 skončil druhý júnový týždeň viac ako 20 % nad svojim uzatváracím minimom z októbra 2022, čím splnil čisto technické kritérium pre začiatok býčieho trhu. Index Stoxx Europe 600 vzrástol od začiatku do polovice júna o viac ako 3 %. Okrem urovnania dlhového sporu v USA bolo kľúčovou hnacou silou dobrej výkonnosti zameranie trhov na umelú inteligenciu, čo je téma, ktorá nabrala na obrátkach. Vzhľadom na mnohé neistoty v oblasti inflácie, ekonomického vývoja a nastavenia menovej politiky však do konca roka vidíme riziko možných komplikácií. Pozoruhodný bol najmä vývoj na japonskom akciovom trhu. Japonský referenčný index Nikkei 225 dokonca prekonal index S&P 500 podporovaný umelou inteligenciou a nedávno dosiahol najvyššiu úroveň od roku 1990. Japonské akcie sú opäť žiadané a šíri sa optimizmus, keďže sa zdá, že krajina vychádzajúceho slnka konečne prekonal desaťročia stagnácie a deflácie.



List investičných riaditeľov

Úspech v Japonsku

Po roku 2022 poznačenom niekoľkými krízami priniesol prvý polrok roku 2023 rast cien akcií, ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb zo strany veľkých západných centrálnych bánk, oslabenie ekonomiky v Európe (s technickou, ale nie vážnou recesiou) a niekoľko pozoruhodných udalostí. Tie spôsobili najmä viaceré americké regionálne banky s domácimi problémami (v dôsledku rastúcich výnosov a zjavne nedostatočného riadenia úrokového rizika) a prevzatie Credit Suisse švajčiarskou UBS, zatiaľ čo bankový sektor v Európe patril v prvom polroku v podstate k víťazom. Už vyriešený dlhový spor v USA (ktorý medzičasom spôsobil určitú volatilitu na amerických akciových trhoch) tiež držal investorov niekoľko týždňov v strehu. Ošial' okolo umelej inteligencie (AI), ktorý naberá na obrátkach, zase podporil zotavenie veľmi osobitého druhu na akciových trhoch v USA, ktoré po veľkú časť prvého polroka ťahala hŕstka jednotlivých akcií (v prvom rade „**sedem statočných**“¹), ktoré boli a sú spojené s úspešným vývojom umelej inteligencie. Na tento vývoj, ktorý sa opiera o veľmi málo titulov, sa pozeráme s určitou dávkou skepsy. Hoci súhlasíme s tým, že pokrok vo výskume umelej inteligencie pravdepodobne prinesie významné prevratné a transformačné zmeny v hospodárstve a spoločnosti, krátkodobé dôsledky pre podnikanie a spoločnosť zatiaľ nie sú jasné. Krátkodobé dôsledky pre podniky a hospodárstvo však trhy pravdepodobne preceňujú, zatiaľ čo dlhodobé účinky podceňujú.

Japonský referenčný index Nikkei 225 v posledných troch mesiacoch dokonca prekonal index S&P 500 podporovaný umelou inteligenciou a nedávno dosiahol najvyššiu úroveň od roku 1990. Japonské akcie sú opäť žiadané a šíri sa optimizmus, keďže sa zdá, že krajina vychádzajúceho slnka konečne prekonala desaťročia stagnácie a deflácie. V tejto súvislosti sme zlepšili postoj k japonským akciám z „neutrálneho“ na „zvýšenie váhy v portfóliu“.

Medzitým sa ekonomika v USA aj v Európe javí ako prekvapivo silná napriek masívnemu zvýšeniu úrokových sadzieb v posledných štvrťrokoch. Hospodárska produkcia a zisky podnikov sa v roku 2023 zatiaľ pohybujú do strany, ale vzhľadom na solídne minuloročné čísla (v Európe zisky podnikov v indexe MSCI Europe vlni vzrástli o takmer 20 %) sa tento vývoj javí skôr ako konsolidácia, než ako kríza. Najmä preto, že v budúcom roku sa očakáva opätovné zvýšenie ziskov firiem a rast ekonomiky. Hoci hospodársky rast v Európe pravdepodobne zostane skôr utlmený, revízie ziskov, t. j. zmeny v odhadoch ziskov za aktuálny kalendárny rok, sa zmenili z negatívneho trendu (t. j. klesajúcich očakávaných ziskov) na začiatku roka na pozitívny vývoj (rastúce zisky).

Posledné rozhodnutia popredných centrálnych bánk, Federálneho rezervného systému (Fed) a Európskej centrálnej banky (ECB), ktoré viedli k tomu, že trhy zahrnuli do cien ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb, zatiaľ na trhu nezanechali trvalý negatívny dojem. Výhľad ekonomiky a trhov silne závisí od dynamiky inflácie. Ak by sa – v rozpore s očakávaniami vrátane našich – neochladila, centrálné banky by mohli zvažovať ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb, ktoré v súčasnosti nie je v cenách zahrnuté, za nevyhnutné. V dôsledku toho nemožno vylúčiť, že sa ekonomika ochladí viac, než sa očakávalo, dokonca až do podoby citeľnej recesie. Takýto vývoj (ktorý však nie je našim základným scenárom) sa v súčasnosti neodráža v trhových cenách a pravdepodobne povedie k výraznému poklesu akciových indexov. Na druhej strane existujú náznaky, že dynamika inflácie skutočne slabne, aj keď nie tak rýchlo, ako by sme chceli. Ak sa teda ukáže, že ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb nad aktuálne očakávanú úroveň nie je potrebné, a ak sa zároveň ekonomika preukáže ako stabilná a odolná, bude to dobrý základ pre vývoj akciových trhov v nasledujúcom roku.

¹ Medzi „sedem statočných“ patria spoločnosti Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla a Alphabet.

V súvislosti so správou portfólia je potrebné vzájomne zvážiť dve otázky: potenciálne výnosy akcií v porovnaní s dlhopismi a riziko výrazného poklesu cien. Po mimoriadnom roku 2022, ktorý priniesol najmä dlhopisom masívne cenové straty, štátne dlhopisy s dlhšou splatnosťou opäť vykazujú primerané výnosy. Napríklad výnosy 10-ročných nemeckých dlhopisov Bund sa v súčasnosti pohybujú okolo 2,5 % a výnosy 10-ročných amerických štátnych dlhopisov na úrovni 3,75 %. Výnosy štátnych dlhopisov s kratšou lehotou splatnosti sú dokonca o niečo vyššie. Okrem toho sa riziko ďalšieho masívneho poklesu cien týchto štátnych dlhopisov zdá byť dosť obmedzené vzhľadom na skutočnosť, že centrálné banky sa pravdepodobne blížia k vrcholu cyklu zvyšovania sadzieb. Ak by úrokové sadzby v najbližších štvrťrokoch opäť klesli (v tomto roku však výrazné zníženie sadzieb neočakávame), okrem úrokových výnosov z dlhopisov by sa mohli očakávať aj cenové zisky. Výsledný výkonnostný potenciál je potrebné porovnať s výnosovým a rizikovým potenciálom akcií. Z dlhodobého hľadiska sú investície do široko diverzifikovaných akciových portfólií pravdepodobne výkonnejšie ako investície do dlhopisov, ale riziko kolísania cien akcií je tiež výrazne vyššie ako pri dlhopisoch. Vzhľadom na výrazný nárast výnosov za posledný rok je očakávaný rozdiel vo výnosoch medzi akciami a dlhopismi v súčasnosti výrazne nižší ako pred inflačnou krízou – keď prevládalo výnosové prostredie s čiastočne zápornými výnosmi. Najmä preto, že riziko spomalenia hospodárskeho rastu sa výrazne zvýšilo v dôsledku značného nárastu nákladov na financovanie podnikov a súkromných domácností, ako aj štátneho sektora. Ako už bolo spomenuté, takéto spomalenie by mohlo viesť k poklesu cien akcií a rastu cien dlhopisov.

Podľa nášho názoru má v súčasnom ekonomickom prostredí zmysel neutrálna váha akcií a dlhopisov (t. j. váha blízka cieľovému dlhodobému priemeru oboch tried aktív). Ak by sa naplnil scenár takzvaného „mäkkého pristátia“, pokiaľ ide o dynamiku inflácie (t. j. ochladenie dynamiky inflácie smerom k cieľovým úrovňam centrálnych bánk bez toho, aby potrebné zvýšenie úrokových sadzieb uvrhlo ekonomiku do recesie), zvýšenie kvóty akcií na zvýšenie váhy v portfóliu v porovnaní s dlhopismi by určite malo zmysel. Takáto situácia by mohla nastať výhľadovo ku koncu roka. V krátkodobom horizonte by však potenciálne ďalšie výrazné zvýšenie cien akcií napriek pretrvávajúcej inflácii mohlo poskytnúť príležitosť na taktické zníženie alokácie akcií v prospech dlhopisov. Medzitým pozorne sledujeme dynamiku inflácie, ďalšie kroky centrálnych bánk a ekonomické prostredie. Zo strednodobého až dlhodobého hľadiska sa zdá byť vyššia alokácia do akcií ako v súčasnosti z fundamentálneho hľadiska rozumná.

MANUELA D'ONOFRIO, *vedúca investičnej stratégie skupiny*

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

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

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

V centre pozornosti

Transformácia energetického systému: kľúčová pre EÚ ako priemyselnú lokalitu

Rok 2022 bol pre mnohé európske spoločnosti náročný, aj keď sa na prelome rokov nenaplnil jasne viditeľný hospodársky prepad, ktorý predpovedali mnohí odborníci. Hoci bol rast v poslednom období slabý a eurozóna sa dostala do technickej recesie – podľa (revidovaných) oficiálnych údajov Eurostatu za štvrtý štvrťrok 2022 a prvý štvrťrok 2023 – európske hospodárstvo sa v zložitom globálnom prostredí ukazuje ako odolné. S teplejším ročným obdobím sa zvýšila aj dôvera na kapitálových trhoch.

CENY ENERGIÍ ZOSTÁVAJÚ V TEJTO OBLASTI VÝZNAMNÝM URČUJÚCIM FAKTOROM

Po tom, čo odklon EÚ od závislosti od ruských dodávok spôsobil minulý rok prudký nárast cien plynu a ceny energií v EÚ dosiahli rekordnú úroveň, sa európskemu hospodárstvu zjavne podarilo zvládnuť negatívne dôsledky ruskej útočnej vojny proti Ukrajine a prekonať energetickú krízu. Prispela k tomu predovšetkým mierna zima, ale určite aj to, že EÚ dokázala prekvapivo rýchlo diverzifikovať dodávky energie a výrazne znížiť spotrebu plynu. Citeľný pokles cien energií v tomto roku poskytuje spoločnostiam nielen priestor na zníženie výrobných nákladov, ale má pozitívny vplyv aj na spotrebiteľov.

Extrémne kolísanie cien energií v uplynulom roku však poukazuje na štrukturálne výzvy, ktorým EÚ čelí pri transformácii svojho energetického systému od fosílnych palív. Presunutie dodávok plynu z historicky lacných ruských plynovodov na dovoz drahšieho skvapalneného zemného plynu (LNG) môže priniesť dočasnú úľavu. S cieľom zabezpečiť konkurencieschopnosť však tvorcovia politik, najmä v EÚ, čelia výzve nájsť základnú rovnováhu medzi dekarbonizáciou a bezpečnosťou dodávok a cenovou dostupnosťou – najmä preto, že ceny energie zostávajú dôležitým faktorom pri posudzovaní konkurencieschopnosti priemyselnej lokality. Rozhodujúcu úlohu zohrávajú najmä pri výbere umiestnenia podnikov, najmä tých energeticky náročných.

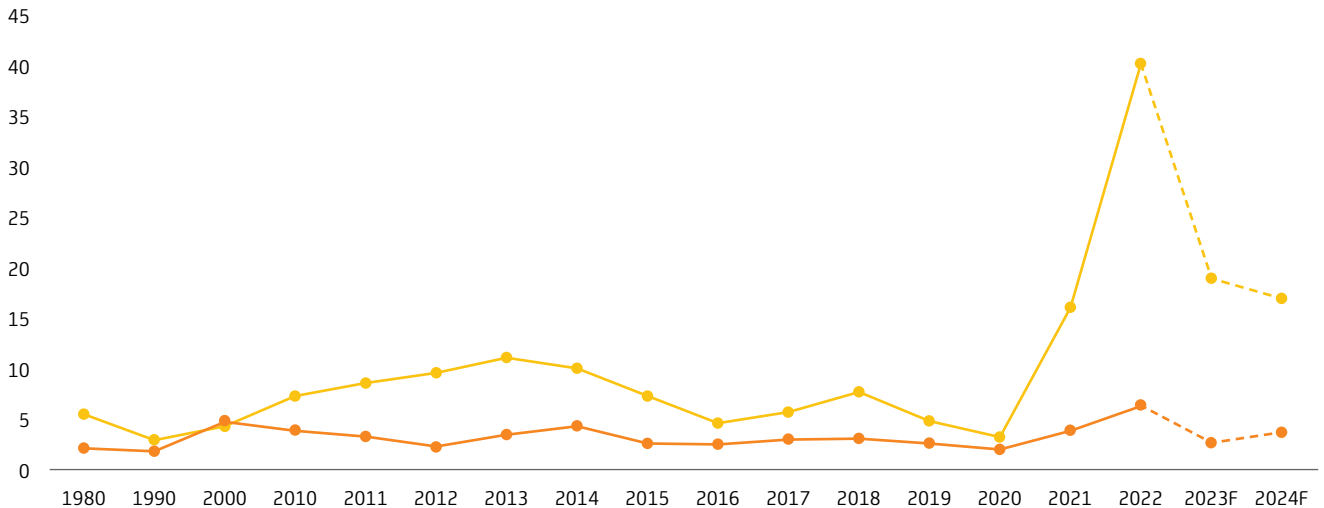
Ceny fosílnych palív boli v EÚ historicky vyššie ako v iných častiach sveta, napríklad v USA. Tento rozdiel sa ešte prehĺbil v dôsledku minuloročnej útočnej vojny Ruska proti Ukrajine, najmä pokiaľ ide o zemný plyn (pozri **údaje Svetovej banky**² v grafe 1), a očakáva sa, že zatiaľ to tak aj zostane.

² Výhľad komoditných trhov Svetovej banky sa uverejňuje dvakrát ročne (v apríli a októbri) a poskytuje podrobnú analýzu trhu pre hlavné skupiny komodít vrátane energií. Správa a údaje sú k dispozícii na adrese: www.worldbank.org/commodities.

1. HISTORICKÉ KOMODITNÉ CENY ZEMNÉHO PLYNU V EURÓPE A V USA A PROGNOZA

● Európa ● USA

Ceny za britskú tepelnú jednotku (BTU v USD)



Poznámka: Minulé výkony, simulácie a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade investícií do komodít nie sú zohľadnené náklady na obstaranie a úschovu. V prípade investície v cudzej mene môžu výnosy stúpať alebo klesať aj v dôsledku menových výkyvov.

Zdroj: Výhľad komoditných trhov Svetovej banky, Statista, investičná stratégia skupiny UniCredit

NÁKLADY NA VÝROBU ENERGIE Z OBNOVITELNÝCH ZDROJOV SA NEUSTÁLE ZNIŽOVALI

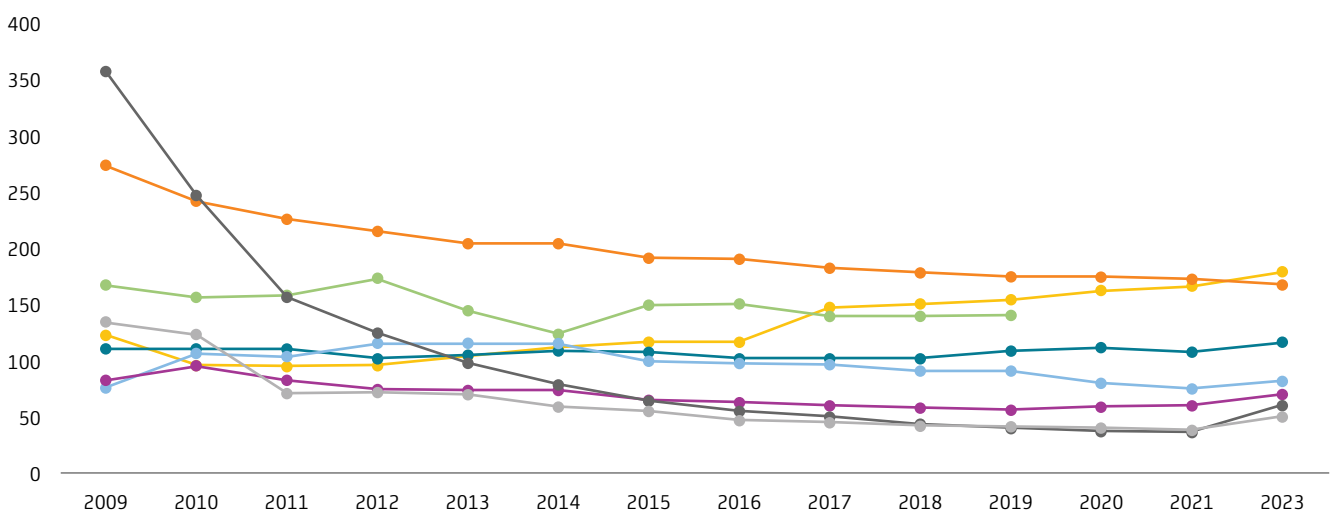
V tejto súvislosti je jasné, akú úlohu zohráva dekarbonizácia energetického a elektrického systému nielen z hľadiska ochrany klímy, ale aj z hospodárskeho hľadiska. V prípade výroby elektriny z obnoviteľných zdrojov energie možno pozorovať dlhodobý a nepretržitý trend poklesu nákladov vďaka priaznivejším cenám zariadení, vyššej účinnosti, úsporám z rozsahu a lepším podmienkam financovania projektov. Nedávna **analýza spoločnosti Lazard Asset Management**³ nedotovaných vyrovnaných nákladov na elektrinu alebo energiu (VNEE) pre USA ukazuje, že náklady na technológie obnoviteľných zdrojov

³Spoločnosť Lazard každoročne vykonáva podrobnú analýzu nákladov na energiu pre rôzne technológie výroby energie, technológie skladovania energie a metódy výroby vodíka. Základnú metodiku nájdete v aktuálnej správe (pozri tiež Vyrovnané náklady na energiu+ pre rok 2023 (2023 Levelised Cost Of Energy+), odkaz: <https://www.lazard.com/media/202009/2023-levelised-cost-of-energy-plus-report>).

2. NÁKLADY NA TECHNOLÓGIE VÝROBY ENERGIE Z OBNOVITELNÝCH ZDROJOV SA NEUSTÁLE ZNIŽOVALI

● Jadrová ● Plynová špička ● Solárna tepelná veža** ● Uhoľná ● Geotermálna ● Paroplynová
● Solárna fotovoltaická*** ● Veterná pevninská

Vybrané historické priemerné nedotované hodnoty VNEE pre USA (USD/MWH)*



Poznámka: * Uvádza priemer najvyššej a najnižšej VNEE pre každú technológiu v každom roku. ** VNEE spoločnosti Lazard už neanalyzuje náklady na solárnu tepelnú technológiu. *** Predchádzajúce verzie VNEE spoločnosti Lazard rozdeľovali solárne technológie na tenkovrstvové a kryštalické podkategórie.

Zdroj: Lazard Asset Management, Roland Berger, investičná stratégia skupiny UniCredit

energie (OZE) za posledných niekoľko rokov výrazne klesli (pozri graf 2). Správa ukazuje, že vybrané technológie výroby energie z OZE sú za určitých okolností nákladovo konkurencieschopné s konvenčnými technológiami výroby energie.

Zdá sa, že tento vývoj, ktorý je okrem iného spôsobený klesajúcimi kapitálovými nákladmi, optimalizovanými technológiami a zvýšenou konkurenciou, postupuje rýchlejšie, než pred rokmi predpovedali mnohé modelové výpočty. Tento trend bude pravdepodobne pokračovať na celom svete, keďže rozširovanie technológií OZE by malo v budúcnosti ešte viac znížiť náklady. V USA by dlhodobé daňové stimuly v rámci zákona o znížení inflácie (Inflation Reduction Act – IRA) mali byť ďalším impulzom pre projekty fotovoltaických (FV) a veterných elektrární, čo by sa malo prejavovať najmä od roku 2025 vzhľadom na termíny výstavby veľkých elektrární.

Medzinárodná energetická agentúra (IEA) vo svojom najnovšom výhlade pre trhy OZE⁴ tiež očakáva, že náklady na výrobu elektriny v nových pevninských veterných a solárnych elektrárnach po nedávnom náraste do roku 2024 opäť klesnú. Na väčšine trhov mimo Číny však budú pravdepodobne stále o 10 – 15% vyššie ako pred pandemiou. Podľa výpočtov IEA ušetria spotrebiteľia elektrickej energie v EÚ v rokoch 2021 až 2023 približne 100 miliárd eur, pretože budú môcť vyrábať dodatočnú elektrickú energiu z novoinštalovaných FV a veterných elektrární. Podľa IEA nové nízkonákladové veterné a FV elektrárne nahradili približne 230 TWh výroby energie z fosílnych palív, odkedy Rusko napadlo Ukrajinu, čo prispelo k zníženiu veľkoobchodných cien elektriny na všetkých európskych trhoch.

⁴Pozri aj IEA, Aktualizácia výhľadu trhu s obnoviteľnou energiou na roky 2023 a 2024 (Odkaz: Aktualizácia trhu s obnoviteľnou energiou – jún 2023 (windows.net) https://iea.blob.core.windows.net/assets/67ff3040-dc78-4255-a3d4-b1e5b2be41c8/RenewableEnergyMarketUpdate_June2023.pdf)

DÔSLEDKY PRE INVESTÍCIE

Celosvetovo IEA očakáva v roku 2023 prírastok kapacity obnoviteľných zdrojov vo výške 440 gigawattov (GW), čo je o 107 GW viac ako v roku 2022 po dvoch po sebe nasledujúcich rokoch poklesu, a to vďaka rastúcim obavám o energetickú bezpečnosť, rastúcej politickej podpore a lepšej konkurencieschopnosti alternatívnych zdrojov energie voči fosílnym palivám. Jedným z kľúčových faktorov na dosiahnutie zníženia cien energie, zlepšenie podnikateľského prostredia a zabezpečenie energetickej nezávislosti EÚ by malo byť okrem urýchlenia rozširovania OZE aj zvýšenie energetickej účinnosti. Z dlhodobého hľadiska by transformácia na energetický systém, ktorý je nezávislý od dovozu fosílnych energií, mala posilniť aj energetickú suverenitu Európy a EÚ celkovo ako priemyselnú lokalitu. Bude však vyžadovať významné investície do výroby energie, sietí a priemyselných kapacít v mnohých odvetviach hospodárstva. Na druhej strane spoločnosti, ktoré umožňujú inovatívne technologické riešenia pre ekonomicko-ekologickú transformáciu, by z toho mali mať osobitný prospech. Vzhľadom na (udržateľnú) investičnú stratégiu a zodpovedajúce zloženie portfólia majú preto tieto sektory z dlhodobého hľadiska veľký investičný potenciál.

Makro a trhy

Fed si dáva pauzu, ECB opäť zvyšuje a signalizuje ďalšie zvyšovanie sadziieb

USA: CITEĽNÉ OCHLADENIE EKONOMIKY EŠTE LEN PRÍDE, ZDÁ SA, ŽE VLNA INFLÁCIE USTUPUJE

Ekonomika USA je naďalej prekvapivo silná, aj keď súkromná spotreba stráca dynamiku a prebytok úspor domácností nahromadený počas pandémie sa znižuje. Ten sa nedávno scvrkol na tretinu. Okrem toho bolo v máji vytvorených prekvapivo veľa nových pracovných miest: 339-tisíc, čo je 4-mesačné maximum. Spolu s výraznou revíziou údajov o zamestnanosti smerom nahor v marci a apríli tento vývoj nenaznačuje výrazné ochladenie alebo blížiacu sa recesiu amerického hospodárstva. Hoci miera nezamestnanosti mierne vzrástla na 3,7 % a rast miezd sa medziročne znížil zo 4,4 % na 4,3 %, rast miezd je stále vyšší ako cieľ americkej centrálnej banky (Fed) na úrovni 3 % až 3,5 %, čo je v súlade s jej inflačným cieľom na úrovni 2 %. Pretrvávajúci trend sa však uberať správnym smerom.

Najnovšie zverejnené spotrebiteľské ceny za máj dali nový podnet na zamyslenie jastrabom⁵ aj holubičiam⁶ v rade pre menovú politiku Fedu. Miera inflácie v USA výrazne oslabil a medziročne klesla na 4,0 % (z aprílových 4,9 %, pozri graf 3), čo je najnižšia úroveň od marca 2021. Pokles bol spôsobený najmä výrazným poklesom cien energií, zatiaľ čo ceny potravín mierne vzrástli – hoci sa očakáva, že trend vývoja svetových cien potravín bude vďaka zlepšeniu situácie v zásobovaní naďalej klesať. Americká jadrová inflácia⁷, ktorá nezahŕňa volatilné zložky (energie a potraviny), v máji tiež medziročne klesla na 5,3 % (po 5,5 % v apríli). Extrapolovaná na celý rok sa však stále pohybuje okolo 5 %, a teda jednoznačne nad úrovňou prijateľnou pre Fed. Dôležitým faktorom znižovania inflácie v nasledujúcich mesiacoch bude pravdepodobne nájomné, ktoré v máji medzimesačne vzrástlo o 0,5 %, teda o niečo pomalšie ako v apríli. Jadrová inflácia v sektore služieb bez bývania – ukazovateľ, ktorému predseda Fedu Jerome Powell venuje osobitnú pozornosť – oproti predchádzajúcemu mesiacu mierne vzrástla na 0,2 %, čo je približne v súlade s priemerom pred pandémiou. Ďalšie zmiernenie inflačnej vlny v USA signalizujú aj ceny výrobcov, ktoré v máji výrazne spomalili na 1,1 % medziročne po tom, ako v apríli dosiahli 2,3 % a v marci 11,7 %.

V kontexte najnovšej situácie v oblasti údajov ponechal Fed na svojom poslednom zasadnutí cieľové pásmo kľúčovej úrokovej sadzby podľa všeobecného očakávania nezmenené na úrovni 5,00 – 5,25 %, hoci v komunikácii o výhľade úrokových sadziieb bol veľmi jastrabí. Powell odôvodnil rozhodnutie pozastaviť zvyšovanie sadziieb tým, že spomalenie tempa sprísňovania centrálnej banky poskytne viac času na posúdenie vplyvu prísnejšej menovej politiky na prichádzajúce údaje. Pri pohľade na ďalšie júlové zasadnutie by to mohlo vzbudzovať dojem, že rozhodnutie o ďalšom zvýšení sadziieb ešte nepadlo. Zdá sa však, že tých pár údajov, ktoré ešte pred júlovým zasadnutím budú zverejnené (t. j. správy o inflácii a trhu práce), by muselo prekvapiť dosť negatívne, aby Fed odradil od ďalšieho zvyšovania sadziieb. Mediánový člen Fedu momentálne očakáva ďalšie zvýšenie sadziieb o 50 bázických bodov, čo by do konca roka zvýšilo hornú hranicu základnej sadzby na 5,75 % (pozri bodové zobrazenie v grafe 3). Iba dvaja z 18 členov Fedu však v tomto roku neočakávajú žiadne ďalšie zvyšovanie sadziieb a nikto neočakáva ich znižovanie. Mediánové sadzby na koniec roka 2024 a koniec roka 2025 sa oproti stavu pred troch mesiacov zvýšili približne o 30 bázických bodov na 4,6 %, resp. 3,4 %. Celkovo dal Fed jasne najavo, že hoci vidí známky pokroku, a to tak v poklese inflácie, ako aj v situácii na trhu práce, vývoj je preň zatiaľ príliš pomalý. Podľa nášho názoru je síce ďalšie zvýšenie sadziieb v júli pravdepodobné, ale ďalšie zvýšenie o 25 bázických bodov neskôr v priebehu roka je skôr otáznave, najmä preto, že očakávame slabší hospodársky rast a infláciu, než očakáva Fed. Riziká na najbližšie obdobie však spočívajú skôr v ďalšom sprísňovaní.

⁵ Zástancovia reštriktívnej menovej politiky sa nazývajú jastraby.

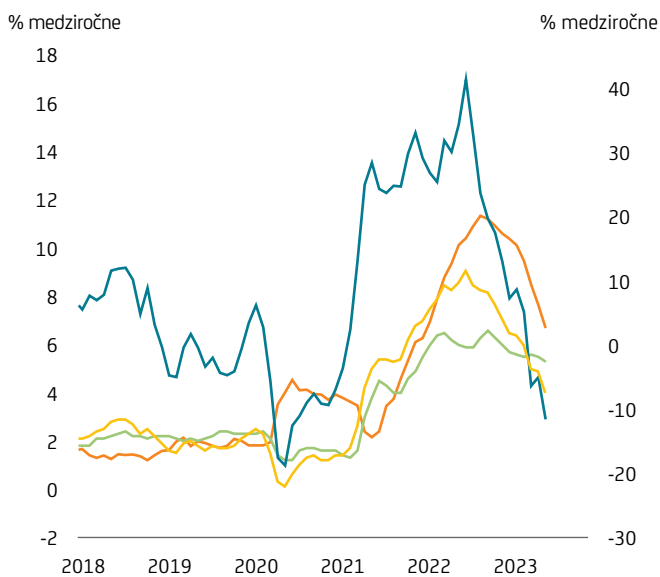
⁶ Zástancovia expanzívnej menovej politiky sa nazývajú holubičie.

⁷ Jadrová inflácia zvyčajne poskytuje objektivnejší obraz základných inflačných trendov ako celková miera.

3. DEZINFLÁCIA POKRAČUJE, FED SI DÁVA PAUZU, ALE SIGNALIZUJE ĎALŠIE ZVYŠOVANIE SADZIEB

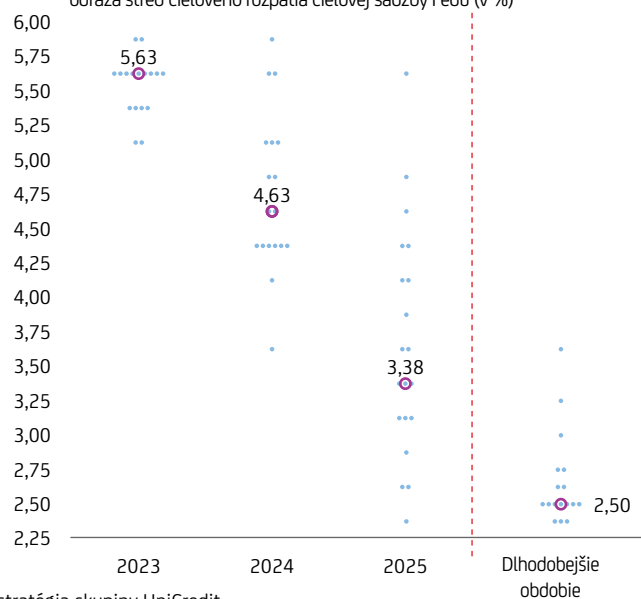
INFLÁCIA V USA

- Index spotrebiteľských cien v USA
- Jadrový index
- Zložka potravín
- Zložka energií (stupnica vpravo)



„BODOVÉ ZOBRAZENIE“ FEDU (JÚN 2023)

- Hlasujúci člen Federálneho výboru pre voľný trh (FOMC)
 - Medián vypočítaný medzi bodmi
- Hodnotenia účastníkov FOMC týkajúce sa vhodnej menovej politiky: Medián odráža stred cieľového rozpätia cieľovej sadzby Fedu (v %)



Zdroj: Úrad pre štatistiku práce, Federálny rezervný systém, Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

EUROZÓNA: ECB ZVYŠUJE KLÍČOVÚ ÚROKOVÚ SADZBU NA NAJVVYŠŠIU ÚROVEŇ ZA POSLEDNÝCH 15 ROKOV A KONIEC EŠTE NEVIDÍ

Ekonomika eurozóny sa počas zimných mesiacov dostala do technickej recesie⁸: Revidované údaje o hrubom domácom produkte (HDP) ukazujú pokles rastu o 0,1 % vo štvrtom štvrtroku 2022 aj v prvom štvrtroku roku 2023⁹ (pozri graf 4). Spomalenie bolo spôsobené najmä výrazným poklesom verejných výdavkov a oslabením spotreby. Zdá sa, že vysoké ceny a rastúce úrokové sadzby zasiahli domácnosti obzvlášť tvrdo. Rast zamestnanosti sa zasa zrýchlil z 0,3% vo štvrtom štvrtroku 2022 na 0,6% v prvom štvrtroku 2023, čím už druhý štvrtrok po sebe prekonal rast HDP. Priemyselná produkcia (bez stavebníctva) po marcovom prepade o 3,8% v apríli medzičasom vzrástla o 1,0% (mierne nad konsenzuálnym odhadom 0,8 %).

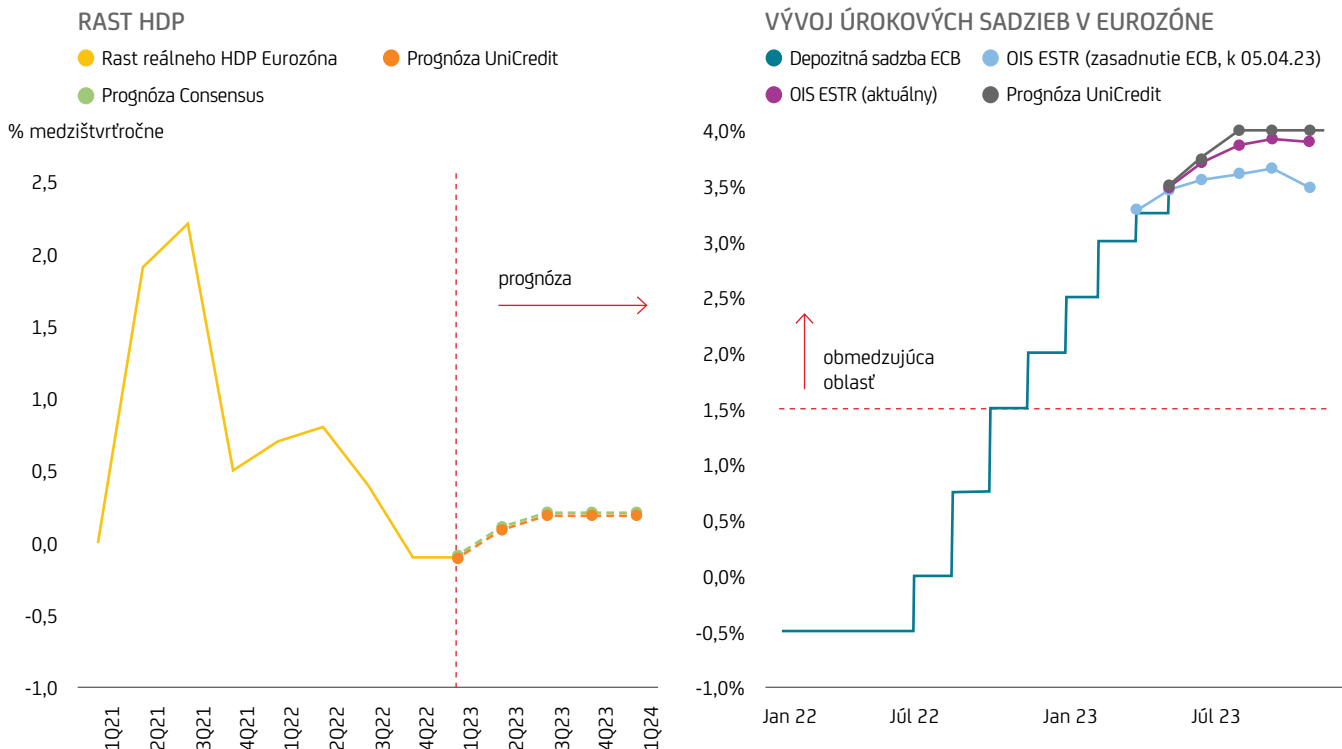
Inflácia v eurozóne v máji podľa očakávaní výrazne klesla na medziročnú úroveň 6,1% (zo 7,0% v apríli), čo poukazuje na to, že politika sprísňovania menovej politiky Európskej centrálnej banky (ECB) sa začína prejavovať. Energie medziročne klesli o 1,7%, zatiaľ čo potraviny a tovar dennej spotreby zostali hnacím motorom rastu cien, a v máji vzrástli o 12,5%. Od decembra prispeli k celkovej inflácii najviac. Hoci sa očakáva, že celková inflácia sa bude ďalej zmiernovať, pozornosť sa naďalej sústreďuje na to, aká trvalá je jadrová miera inflácie, ktorá nezahŕňa volatilné zložky (energie a potraviny). V máji tiež klesla, a to z 5,6% na 5,3% v medziročnom porovnaní. Takže zatiaľ čo inflácia v Európe pokračuje, rastie presvedčenie, že aj miera jadrovej inflácie mohla dosiahnuť svoj vrchol. Isté je, že inflácia v odvetví služieb bude v nasledujúcich mesiacoch naďalej predstavovať určité inflačné riziko. Napriek tomu by sa mal celkový trend znižovania inflácie od 3. štvrtroka zrýchľovať vďaka klesajúcim cenám tovarov.

ECB naďalej prejavuje odhodlanie včas znížiť infláciu na strednodobý cieľ 2%. Ako sa všeobecne očakávalo, v polovici júna opäť zvýšila svoje kľúčové úrokové sadzby o 25 bázických bodov, čo predstavovalo ôsme zvýšenie sadzieb za sebou. Nárast pre tento cyklus predstavuje kumulatívne 400 bázických bodov, čím sa depozitná sadzba dostala na 3,50%, čo je najvyššia úroveň za posledných 22 rokov. Hoci ECB uznala, že inflácia klesá, prekvapivo výrazne upravila svoju prognózu inflácie na celý trojročný horizont: centrálna banka teraz očakáva, že inflácia v tomto roku dosiahne 5,1%, potom 3,0% v roku 2024 a v roku 2025 klesne na 2,2%. Zároveň znížila očakávania ekonomického rastu v tomto a budúcim roku, no len nepatrne. V porovnaní s poslednou marcovou prognózou tak inflácia podľa očakávaní ECB klesá pomalším tempom a podľa nášho názoru aktualizované prognózy – najmä pokiaľ ide o ďalší vývoj jadrovej inflácie – jasne naznačujú, že ECB by mohla pokračovať v cykle zvyšovania sadzieb aj po júli. Ani rétorika prezidentky ECB Christine Lagardovej na tlačovej konferencii nenaznačovala, že by ECB v júli ukončila cyklus zvyšovania sadzieb. Aj keď Lagardová opäť zdôraznila, že pri budúcich rozhodnutiach o úrokových sadzbach bude naďalej uplatňovať prístup „založený na údajoch“, zároveň zopakovala vetu z májového zasadnutia, že centrálna banka „má ešte čo robiť“, a dodala, že v súčasnosti „neuvažuje o prestávke“. V súlade s tým zvyšujeme našu prognózu vrcholu depozitnej sadzby z 3,75% na 4,00%.

⁸ Technická recesia je definovaná ako dva po sebe idúce štvrtroky negatívneho rastu.

⁹ Ekonomike EÚ ako celku sa však podarilo poklesu vyhnúť: V celej EÚ vzrástol HDP v prvom štvrtroku o 0,1% po poklese o 0,2% v štvrtom štvrtroku 2022.

4. EUROZÓNA V TECHNICKEJ RECESII, ECB ZVYŠUJE KLÍČOVÉ SADZBY A NAZNAČUJE ĎALŠIE SPRÍŠŇOVANIE



Poznámka: OIS je skratka pre Overnight Index Swap a predstavuje úrokový swap, ktorý umožňuje finančným inštitúciám meniť úrokové sadzby bez toho, aby museli refinancovať alebo meniť podmienky úverov, ktoré si vzali v iných finančných inštitúciách.

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

Medzitým spomalenie rastu podnikových úverov nefinančným spoločnostiam v eurozóne na 3,8 % medziročne z maxima 8,1 % v októbri 2022 naznačuje, že cyklus zvyšovania úrokových sadzieb sa v eurozóne blíži ku koncu, hoci nemusí byť bezprostredný. Rast spotrebiteľských úverov medziročne klesol na 2,5 % z maxima 4,5 % v júni 2022. Tento vývoj je v súlade s výsledkami najnovšieho prieskumu bankových úverov ECB zo začiatku mája.

ČÍNA: CENTRÁLNA BANKA SMERUJE K SPOMALENIU HOSPODÁRSKEHO OŽIVENIA

Hospodárska aktivita v Číne v máji naďalej strácala dynamiku. Priemyselná produkcia sa medziročne spomalila z 5,6 % na 3,5 % a rast investícií do fixných aktív sa medziročne znížil zo 4,7 % na 4,0 %. Na strane dopytu maloobchodné tržby medziročne klesli z 18,4 % na 12,7 %. K nedávnomu pomerne neuspokojivému zverejneniu čínskych údajov, ktoré poukazujú na menej dynamické oživenie čínskej ekonomiky, než sa očakávalo pred niekoľkými mesiacmi, sa pridal aj rast množstva peňazí a objemu úverov, ktoré v máji zaostali za očakávaniami trhu.

Čínska centrálna banka (People's Bank of China – PBoC) v polovici júna prekvapila trhy znížením krátkodobej sadzby (sedemdňovej reverznej repo sadzby) o 10 bázických bodov na 1,9 %. Cieľom tohto opatrenia je podporiť hospodársku aktivitu v podmienkach slabých inflačných tlakov a neohroziť dosiahnutie už aj tak neambiciózneho cieľa čínskej vlády v oblasti rastu na rok 2023 (približne 5 %), keďže oživenie čínskeho domáceho dopytu zjavne stráca na dynamike. Išlo o prvé zníženie sadzieb od augusta 2022. PBoC tiež znížila úrokovú sadzbu jednoročných úverov, tzv. strednodobej úverovej linky, o 10 bázických bodov na 2,65 %. V najbližších týždňoch vláda v Pekingu pravdepodobne oznámi ďalšie opatrenia menovej a fiškálnej politiky na podporu ekonomiky, a to aj napriek nedávnym lepším májovým údajom (v porovnaní s aprílom) v oblasti maloobchodných tržieb, priemyselnej výroby, investícií do fixných aktív a indexu služieb. Očakávame však skôr cieľené opatrenia, než komplexný stimulačný balík.

ROZMACH UMELEJ INTELIGENCIE PODPORUJE AKCIOVÉ TRHY

Akciové trhy mali v júni dobrú podporu. Index S&P 500 získal od začiatku do polovice júna približne 4,5 %, zatiaľ čo index Stoxx Europe 600 vzrástol za rovnaké obdobie o viac ako 3 %. Okrem vyriešenia dlhového sporu v USA (ktoré umožňuje pozastavenie dlhového stropu do konca roku 2024), bolo kľúčovým faktorom dobrej výkonnosti zameranie trhov na **umelú inteligenciu**¹⁰. To nabralo na intenzite najmä po zverejnení štvrťročných údajov americkej technologickej spoločnosti Nvidia, ktoré boli výrazne lepšie, ako očakávali analytici. Dokonca ani vyhladky na ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb centrálnymi bankami nedokázali zastaviť rastový trend, najmä preto, že investori naďalej predpokladajú scenár „mäkkého pristátia“ americkej ekonomiky, a teda žiadnu vážnu recesiu. Index S&P 500 skončil druhý júnový týždeň viac ako 20 % nad svojím uzatváracím minimom z októbra 2022, čím splnil čisto technické kritérium pre začiatok býčieho trhu. Vzhľadom na mnohé neistoty v oblasti inflácie, ekonomického vývoja a nastavenia menovej politiky však do konca roka vidíme riziko možných komplikácií.

V prípade dlhopisov spôsobili rozhodnutia Fedu a ECB o úrokových sadzbách a zvýšení prognóz kľúčových úrokových sadzieb len malé cenové straty, keďže obe tieto udalosti trhy pred ich zasadnutiami zväčša očakávali. Od začiatku do polovice júna výnosy 10-ročných vládnych dlhopisov USA mierne vzrástli o približne 15 bázických bodov, zatiaľ čo výnosy 10-ročných dlhopisov Bund vzrástli o dobrých 20 bázických bodov. Zvyšovanie sadzieb ECB a následné zužovanie úrokového diferenciálu voči Fedu podporilo výmenný kurz EUR/USD, ktorý sa zhodnotil o približne 1,5 % a nedávno opäť otestoval hranicu 1,10. Na komoditných trhoch sa cena zlata od začiatku júna pohybovala prevažne do strany. Naopak, cena ropy Brent po prudkom poklese v predchádzajúcom mesiaci (približne o 8 %) opäť mierne vzrástla (približne o 3 %). Trh podporili predovšetkým vyhladky ďalšieho znížovania produkcie zo strany OPEC+. Začiatkom júna členovia OPEC+ oznámili svoj zámer ďalej znížiť svoj produkčný cieľ na rok 2024 približne o 1,4 milióna barelov denne; Saudská Arábia tiež oznámila jednostranné zníženie svojej produkcie o 1 milión barelov denne, najprv v júli. Cena ropy Brent sa naposledy pohybovala okolo 76 USD za barel, čo je približne o 3 % viac ako v predchádzajúcom mesiaci (k 18. júnu 2023).

¹⁰ Umelá inteligencia (AI) označuje myslenie alebo činnosti počítača, robota alebo stroja podobné ľudským. Systém sa učí zo svojich chýb a na rovnakú úlohu alebo problém môže reagovať odlišne bez preprogramovania. Mnohé z týchto aplikácií sú však zatiaľ stále vo vývoji. Veľké korporácie ako Google, Facebook a Microsoft vyhlásili oblasť výskumu umelej inteligencie za jeden zo strategicky najdôležitejších smerov svojho firemného rozvoja.

Alokácia aktív – ako spravujeme náš mandát portfólia

Aktívum		Skupina investícií	Investičný výhľad		
			Negatívny	Neutrálny	Pozitívny
Hlavné triedy aktív		Globálne akcie	○	●	○
		Globálne dlhopisy	○	●	○
		Peňažné trhy	○	●	○
		Alternatívy	○	●	○
Hlavné triedy aktív podrobne	Akcie	USA	○	●	○
		Európa	○	●	○
		Tichomorie (RT1)	○	○	●
		Rozvíjajúce sa trhy	○	●	○
	Dlhopisy	Štátne dlhopisy EMÚ	○	●	○
		Štátne dlhopisy mimo EMÚ	○	●	○
		Podnikové dlhopisy investičného stupňa EUR	○	○	●
		Podnikové dlhopisy s vysokým výnosom	●	○	○
		Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)	○	●	○
	Komodity	Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)	○	○	●
		Ropa	○	●	○
		Zlato	○	○	●

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

Očakávame, že globálny rast sa výrazne spomalí koncom tohto roka/začiatkom budúceho roka, keď sa naplno prejavia účinky vyšších sadzieb a spotrebitelia postupne vyčerpajú svoje prebytočné úspory, ktoré si vytvorili počas pandémie. Makroekonomické údaje za druhý štvrtrok sa celosvetovo zhoršujú, najmä v eurozóne, kde je rast málokrvný a Nemecko sa dostalo do technickej recesie, a v Číne, kde je oživenie sklamaním. V USA je medzitým trh práce prekvapivo odolný, čo pravdepodobne oddiali výraznejšie spomalenie na štvrtý štvrtrok tohto roka alebo začiatok budúceho roka. Očakávame tiež, že celková aj jadrová inflácia sa v nasledujúcich mesiacoch na rozvinutých trhoch zníži.

V tejto súvislosti potvrdzujeme našu silnú preferenciu vysokokvalitných dlhopisov, ako sú podnikové dlhopisy investičného stupňa a štátne dlhopisy. Nárast výnosov amerických dlhopisov v dôsledku ukončenia patovej situácie v otázke dlhového stropu a následného očakávaného odlivu likvidity z kvantitatívneho sprísňovania a aukcií štátnych pokladničných poukážok totiž ponúka zaujímavé strednodobé až dlhodobé nákupné príležitosti, a to tak z hľadiska carry trade¹¹ (podnikové dlhopisy investičného stupňa), ako aj makro zabezpečenia v prípade prudkého spomalenia/recesie (štátne dlhopisy s dlhou lehotou splatnosti).

Pri podnikových dlhopisoch s vysokým výnosom zostávame opatrní vzhľadom na relatívne nižšiu likviditu na týchto trhoch, ako aj na rozpätia, ktoré ešte úplne nezohľadňujú spomalenie ich príslušných ekonomík.

Napriek ich zaujímavým výsledkom sme znížili hodnotenie dlhopisov rozvíjajúcich sa trhov v tvrdej mene z pozitívneho na neutrálne, keďže preferujeme vysokokvalitné dlhopisy. Stále zostávame defenzívni a selektívni a vyhýbame sa krajinám s vysokým zahraničným dlhom a deficitom bežného účtu.

¹¹“Carry trades” tu označuje stratégiu, pri ktorej sa investuje do aktív s vyššou mierou návratnosti.

Akcie podporila pozitívna výsledková sezóna v druhom štvrťroku, vyriešenie sporu o dlhový strop a zníženie obáv z napätia v bankovom sektore. Okrem toho investori pozitívne hodnotia zmenu politiky centrálnej banky v strednodobom horizonte a veria, že hospodárske spomalenie nevyústi do silnej recesie (alebo tvrdého pristátia). Inými slovami, vzhľadom na oneskorený efekt vyšších úrokových sadzieb ešte úplne nezohľadňujú podstatné riziko neuspokojivých ziskov v najbližších mesiacoch.

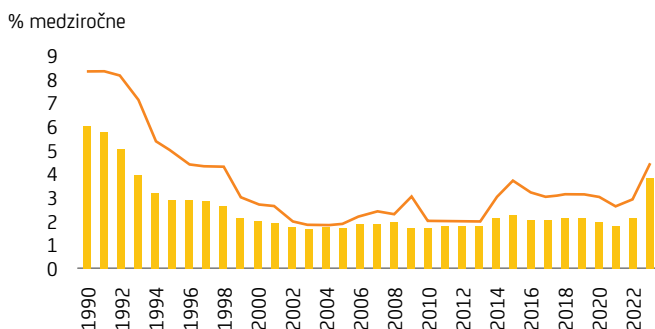
V prípade akcií sme naďalej konštruktívni a aktívne riadime našu alokáciu podľa regiónov, odvetví a štýlov.

V rámci tejto perspektívy sme začali zaoštrovať naše zameranie na regionálnu alokáciu akcií tým, že sme zvýšili hodnotenie Japonska z neutrálneho na pozitívne. Rast miezd a rastúca inflácia – bez relevantného krátkodobého rizika reštriktívnejšej politiky zo strany Bank of Japan a zhodnocovania japonského jenu – sú pozitívnymi faktormi pre Japonsko, ktoré sa dostáva z dlhej fázy deflácie. Okrem toho nárast ziskov podnikov a reforma tokijskej burzy podporujú intenzívnu aktivitu spätného odkupovania akcií (pozri graf 5).

5. JAPONSKO: RASTÚCE MZDY

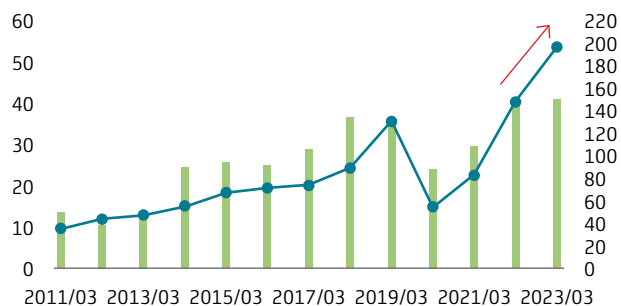
VÝSLEDOK ŠUNTÓ V ROKU 2023 PREDSTAVUJE NAJVVYŠŠÍ CELKOVÝ NÁRAST MIEZD ZA POSLEDNÝCH 30 ROKOV

- Dohodnuté zvýšenie platu (celkový plat)
- Požiadavky odborovej skupiny Rengo



SÚHRNNÝ ČISTÝ PRÍJEM INDEXU TOPIX* A POČET OZNÁMENÍ O SPÄTNOM ODKÚPENÍ AKCIÍ

- Čistý zisk v biliónoch JPY (stupnica vľavo)
- Súhrnný počet plánov spätného výkupu akcií počas výsledkovej sezóny fiškálneho roka (stupnica vpravo)



* Založené na spoločnostiach v indexe TOPIX s fiškálnym rokom končiacim sa v marci. Spätné výkupy akcií súhrnne od 1. apríla do 15. mája za každý rok.
Zdroj: Rengo, Svetová rada pre zlato, Globálny výskum BoFA, QUICK, investičná stratégia skupiny UniCredit

V ostatných makroekonomických oblastiach zostávame neutrálni, pričom americké akcie sú podporované rastovými akciami, konkrétne Big Tech a najmä akcie „siedmich statočných“, a podrobnejšie vyhlídkami na umelú inteligenciu, ale aj oživením akcií s nízkou kapitalizáciou.

6. ZNEPOKOJUJÚCA KONCENTRÁCIA TRHU S&P 500

Trhová kapitalizácia siedmich statočných ako % indexu S&P 500



Zdroj: Globálna investičná stratégia BoFA, Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

Relatívna lepšia výkonnosť európskych akcií už nie je opodstatnená vzhľadom na slabnúcu makroekonomickú dynamiku, o ktorej svedčí prísnejšie poskytovanie úverov, koniec povzbudení v dôsledku klesajúcich cien plynu, reštriktívna ECB a nižšia váha technologických akcií. Rozvíjajúce sa trhy boli ovplyvnené oslabením čínskeho hospodárskeho oživenia, ale teraz sa odrážajú od očakávaní menového a fiškálneho uvoľnenia, ktoré podľa nás bude cieľené a obmedzené, aby sa zabránilo volatilitě ako za globálnej finančnej krízy.

Pokiaľ ide o alokáciu podľa štýlov a sektorov, sme flexibilnejší, keďže očakávame, že oživenie rastových sektorov bude pokračovať na základe strednodobých očakávaní, že Fed bude viac holubičí. Vzhľadom na makroekonomické neistoty sa však radšej zameriavame na rast kvality. Vo všeobecnosti potvrdzujeme, že uprednostňujeme spoločnosti so silnou schopnosťou určovať ceny a s vynikajúcou tvorbou peňažných tokov.

Pokiaľ ide o americký dolár, mal by sa voči euru obchodovať v rámci rozmedzí, keďže očakávania oneskoreného zníženia sadzieb Fedu a oslabenie makroekonomického obrazu eurozóny sú vyvážené posledným jastrabím zasadnutím ECB.

Čo sa týka komodít, ceny ropy sú penalizované obavami zo spomalenia globálneho rastu napriek nedávnomu zníženiu ťažby zo strany OPEC+. Zlato by malo naďalej ťažiť zo svojej úlohy bezpečného prístavu a zo strednodobých očakávaní uvoľnenia zo strany Fedu.

Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

NEUTRÁLNY KU GLOBÁLNYM AKCIÁM

Odolnosť akcií je spôsobená očakávaniami investorov týkajúcich sa obratu Fedu, ako aj dôverou, že sa zabráni tvrdému pristátiu. Riziko spomalenia rastu ziskov v nasledujúcich mesiacoch je vzhľadom na oneskorený vplyv vyšších úrokových sadzieb významné.

NEUTRÁLNY K EURÓPSKYM AKCIÁM

Slabnúca makroekonomická dynamika, zatiaľ čo ECB zostáva v krátkodobom horizonte reštriktívna. Európske akcie však ponúkajú dobré príležitosti z hľadiska hodnoty a kvality.

NEUTRÁLNY K AMERICKÝM AKCIÁM

Robustný, hoci už slabnúci trh práce a odolnosť príjmov, ale neistota v súvislosti s rozsahom hospodárskeho spomalenia. Tiež „jastrabia pauza“ Fedu v júni a nadmerná koncentrácia trhu S&P 500.

NEUTRÁLNY K AKCIÁM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

Oživenie v Číne stráca na sile a očakávame ciele menové a fiškálne uvoľňovanie. Celkovo sú ocenenia pre akcie rozvíjajúcich sa trhov lacné. Dôrazne sa odporúča selektívnosť krajín a sektorov rozvíjajúcich sa trhov.

POZITÍVNY Z NEUTRÁLNEHO K AKCIÁM TICHOMORIA

Rast miezd a rastúca inflácia – bez toho, aby v krátkodobom horizonte hrozilo výraznejšie riziko reštriktívnejšej politiky BoJ a zhodnocovania jenu – sú pozitívnymi faktormi pre Japonsko, ktoré sa dostáva z dlhej fázy deflácie. Okrem toho nárast ziskov podnikov a reforma tokijskej burzy podporujú intenzívnu aktivitu spätného odkupovania akcií.

NEUTRÁLNY KU GLOBÁLNYM DLHOPISOM

Oslabenie rastu a ochladenie inflácie v nasledujúcich mesiacoch podporujú našu preferenciu „vysokokvalitných dlhopisov“.

ZVÝŠENIE VÁHY K EUROVÝM PODNIKOVÝM DLHOPISOM INVESTIČNÉHO STUPŇA

Atraktívne výnosy, ale vzhľadom na relatívne tesné rozpätia zvyšujeme náš vysokokvalitný, selektívny a defenzívny sklon v prípade prudkého oslabenia makroekonomickej situácie.

NEGATÍVNY K PODNIKOVÝM DLHOPISOM S VYSOKÝM VÝNOSOM

Rozpätia v tomto trhu zatiaľ úplne nezohľadňujú možné ekonomické spomalenie, najmä v USA, v dôsledku prísnejších podmienok pre poskytovanie úverov. Likvidita je tiež relatívne nízka.

NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM EMÚ

Zhoršujúci sa makroekonomický obraz a nižšia inflácia udržiavajú konštruktívny pohľad na túto triedu aktív napriek stále jastrabej ECB.

NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM MIMO EMÚ

Podporujú ho očakávania uvoľňovania Fedu v strednodobom horizonte a klesajúca inflácia.

NEUTRÁLNY Z POZITÍVNEHO K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V TVRDEJ MENE

Zaujímavé výsledky, ale zameranie na vysokokvalitné dlhopisy nás vedie k zníženiu hodnotenia dlhopisov rozvíjajúcich sa trhov v tvrdej mene z pozitívneho na neutrálne. Stále zostávame defenzívni a selektívni a vyhýbame sa krajinám s vysokým zahraničným dlhom a deficitom bežného účtu.

POZITÍVNY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V MIESTNEJ MENE

Očakávania uvoľnenia Fedu v prvej polovici roka 2024, ako aj oslabenie amerického dolára.

NEUTRÁLNY K PEŇAŽNÝM TRHOM

Zaujímavé výnosy, ale radšej investujeme do výnosnejších tried aktív s pevným výnosom, ako sú štátne dlhopisy a eurové podnikové dlhopisy IG.

NEUTRÁLNY K ALTERNATÍVAM

Ponúkajú portfóliám možnosti dekorelácie, zatiaľ čo reálne aktíva ťažia zo svojej úlohy zabezpečenia proti inflácii.

NEUTRÁLNY KU KOMODITÁM

Penalizujú ich obavy z globálneho spomalenia s potenciálnou úľavou v prípade agresívnejšieho než očakávaného menového a fiškálneho uvoľnenia v Číne.

POZITÍVNY K ZLATU

Podporujú ho strednodobé očakávania poklesu úrokových sadzieb v USA.

MENY

Americký dolár by sa mal voči euru obchodovať v rozmedzí. Zdá sa, že ECB je v najbližšom období viac naklonená jastrabom ako Fed, ale makroekonomická dynamika v eurozóne pôsobí viac znepokojujúco ako v USA.

Stĺpčeky

Miestni investiční riaditelia v dialógu s klientmi

Odpovede z Talianska

AKÉ SÚ RIZIKÁ PRE ŠTÁTNE DLHOPISY EUROZÓNY, KEĎ ECB NAĎALEJ ZVYŠUJE SADZBY?

Na svojom zasadnutí 15. júna ECB zvýšila tri referenčné sadzby o 25 bázických bodov: úrokové sadzby pre hlavné operácie refinancovania, pre jednoduchové refinančné operácie a jednoduchové sterilizačné operácie, ktoré sa tak s účinnosťou od 21. júna 2023 zvýšili na 4,00 %, 4,25 % a 3,50 %. Hlavný dôvod tohto rozhodnutia spočíva v dynamike inflácie. Hoci inflácia vykazuje známky ochladzovania a znižovania, ECB sa obáva, že táto dynamika je stále príliš pomalá a postupná a mohla by vyvolať vedľajšie účinky na trhu práce v podobe rastu miezd. Tie by potom mohli stimulovať ďalšie zvyšovanie cien tovarov a služieb. Stručne povedané, stanoveným cieľom je prerušiť možný začarovaný kruh.

Toto zvýšenie sadzieb zo strany ECB bolo na trhu všeobecne očakávané. Prekvapili však následné vyhlásenia na tlačovej konferencii. Pred júnovým zasadnutím sa totiž všeobecne predpokladalo, že ECB cyklus zvyšovania sadzieb uzavrie na nasledujúcich dvoch zasadaniach: júnovom a júlovom. Teraz sa namiesto toho zdá, že aj po lete môže dôjsť k ďalším zvýšeniam. Na rozdiel od toho, čo sme mohli očakávať, toto negatívne prekvapenie nemalo žiadny osobitný vplyv ani na úroveň dlhodobých výnosov, a už vôbec nie na rozpätia krajín s vyšším dlhom, ako je Taliansko, v porovnaní s krajinami s ratingom AAA, ako je Nemecko.

Dôvody sú rôzne. Investori sa domnievajú, že ekonomika eurozóny spomaľuje: dokazujú to niektoré makroekonomické údaje a tiež prieskumy úverových podmienok, ktoré ukazujú najvyššie úverové sadzby za posledné desaťročie a prudký pokles dopytu podnikov a spotrebiteľov po úveroch. Preto je pravdepodobné, že výraznejšie krátkodobé zvyšovanie sa v priebehu roka 2024 zmení na výraznejšie znižovanie, a preto je čistý vplyv na výnosy dlhších splatností takmer nulový. Rozpätia periférnych krajín, a najmä talianskych štátnych dlhopisov, zostávajú stabilné, pretože dôveryhodnosť ECB, ktorá chce čeliť roztrieštenosti v eurozóne (veľmi rozdielne podmienky financovania zo strany vlád eurozóny), je naďalej vysoká. Zníženie nákupov je totiž úmerné rôznym úrovniam dlhu, a preto má vplyv aj na Nemecko a Francúzsko. Napokon, dopyt zo strany domácich investorov sa zvyšuje, o čom svedčí aj nedávny úspech emisie dlhopisov BTP Valore v Taliansku, kde ministerstvo financií umiestnilo rekordnú sumu 18 miliárd eur.

Vďaka tomuto súboru faktorov je preto zaujímavejšie investovať do štátnych dlhopisov, ktoré dnes predstavujú efektívnu kombináciu dobrého potenciálneho výnosu – najmä vzhľadom na to, že nominálne výnosy sú na najvyšších úrovniach za posledné desaťročie – a ochrany pred prípadnými fázami nestability.

ALESSANDRO CAVIGLIA, investičný riaditeľ pre Taliansko, UniCredit SpA

Odpovede z Rakúska

PREČO SA JAPONSKÉ AKCIE OPĀT DOSTÁVAJÚ DO CENTRA POZORNOSTI INVESTOROV?

Rozhovory s našimi klientmi sa len zriedkakedy stočia na tému japonských akcií. Faktory ako banková kríza v 90. rokoch, desaťročia deflácie, starnutie obyvateľstva a vysoký štátny dlh sa rýchlo dostávajú na pretras a mnohé diskusie zastavujú už v zárodku. To sú určite opodstatnené argumenty proti investovaniu do japonských akcií a predstavujú riziká. Chceme sa však bližšie pozrieť aj na príležitosti. Je možné, že povest' tejto triedy aktív je horšia, ako sa prezentuje trh. Už v roku 2022 japonský akciový trh prekonal trhy v USA alebo Európe (bez vplyvov vývoja mien). Tento trend pokračuje aj v roku 2023. Uvedomil si to aj Warren Buffet a v priebehu roka postupne zvyšoval svoju expozíciu voči japonským akciám. Čo však spôsobuje, že sa japonské akcie opäť dostávajú do centra pozornosti investorov?

Ocenenie japonských akcií je už roky, ak nie desaťročia, mimoriadne lacné. To však nikdy nestačilo na to, aby sa trh dostal do nových nepredstaviteľných výšin. V prospech investovania v Japonsku však hovoria aj iné argumenty:

- S rastom miery inflácie na celom svete je deflácia v Japonsku tiež minulosťou, aspoň dočasne. Táto krajina však nebojuje s dvojciferným percentuálnym nárastom, ako tomu bolo čiastočne v Európe. Skôr sa vrátila „zdravá“ úroveň inflácie. Jadrová inflácia (bez energií a čerstvých potravín) sa v posledných mesiacoch pohybovala okolo 4 %. Z tohto dôvodu japonská centrálna banka (Bank of Japan) zatiaľ nepovažovala za potrebné otáčať skrutkou úrokových sadzieb. Na rozdiel od USA alebo Európy, kde vyššie úrokové sadzby predstavujú riziko pre ekonomiku.
- Japonsko dlhodobo udržiavalo reštriktívne opatrenia na potlačenie pandémie. To ublížilo aj cestovnému ruchu. Zahraniční hostia boli do krajiny vpúšťaní len sporadicky, čím chýbala dôležitá podpora pre mnohé odvetvia. Znovuotvorenie teraz prináša aj novú dynamiku do odvetvia cestovného ruchu. Slabý japonský jen v porovnaní s mnohými inými menami podporuje nielen exportný priemysel, ale aj cestovný ruch, vďaka čomu Japonsko opäť vyzerá ako cenovo dostupná dovolenková destinácia.
- Japonské spoločnosti majú vysoké úrovne hotovostných rezerv. Už niekoľko rokov sa tieto zvyšovania dividend čoraz častejšie využívajú aj na odkúpenie akcií v prospech akcionárov. Dalo sa to robiť bez výrazného zvýšenia výplatných pomerov (vo vzťahu k vytvorenému zisku).
- Japonský premiér Fumido Kišida uskutočnil avizované reformy s cieľom opäť zatriktívniť investície pre domácich občanov. Zdaňovanie dividend a kapitálových ziskov sadzbou 20 % bude zrušené, ak sa splnia určité kritériá. Vďaka týmto opatreniam vláda očakáva, že domáci sporitelia, ktorí majú úspory vo výške približne 2 000 miliárd JPY (približne 13 miliárd EUR), budú viac investovať do akcií. Najmä v súvislosti s vyššou infláciou, ktorá si vyžaduje dodatočné výnosy pre dôchodky.

Pri investovaní do japonských akcií treba postupovať nanajvýš selektívne a dbať na diverzifikáciu. Do úvahy by sa mali brať aj vyššie spomínané riziká, ako aj potenciálne negatívne účinky zmeny politiky centrálnej banky. Okrem toho, vývoj jenu voči iným menám môže výrazne ovplyvniť výnosy pre zahraničných investorov. Celkovo sa domnievame, že príležitosti prevažujú nad rizikami. V tejto súvislosti sme zvýšili váhu japonských akcií z „neutrálnej“ na „zvýšenie váhy v portfóliu“. Keďže väčšina medzinárodných investorov sa v posledných rokoch Japonsku vyhýbala, vidíme veľkú pravdepodobnosť, že aj oni naskočia na túto vlnu.

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

SPOLOČNOSTI V EUROZÓNE SÚ OPAKOVANE OBVIŇOVANÉ Z TOHO, ŽE ZVYŠOVANÍM SVOJICH ZISKOVÝCH MARŽÍ PODPORUJÚ INFLÁCIU. EXISTUJE NEJAKÝ DÔKAZ O TAKZVANEJ INFLÁCIÍ Z CHAMTIVOSTI?

Inflácia v eurozóne, ktorá sa zvýšila už v roku 2021, sa v minulom roku výrazne zrýchlila – najmä v dôsledku obmedzenej ponuky, ktorá viedla k vyšším nákladom v mnohých sektoroch (nákladová inflácia). V skutočnosti možno konštatovať, že v dôsledku vypuknutia ochorenia COVID pred dvoma rokmi zisky podnikov v eurozóne spočiatku klesali výraznejšie ako mzdy zamestnancov. Po nahromadení vysokých úspor domácností v súvislosti s pandémiou sa však zisky podnikov v postpandemickej fáze, najmä v minulom roku, zotavili výraznejšie ako mzdy a nominálny HDP. Vzhľadom na to, že ziskové marže sú kľúčovým faktorom, ktorý rozhoduje o tom, kedy a ako rýchlo sa jadrová inflácia v eurozóne ochladí, viacerí členovia Výkonnej rady ECB vrátane prezidentky Christine Lagardovej nedávno poukázali aj na to, že mnohé podniky v EÚ nielenže dokázali svoje vyššie vstupné náklady v plnej miere preniesť na zákazníkov, ale v skutočnosti zvýšili svoje ceny nad rámec svojich zvýšených nákladov.

Viaceré prieskumy však naznačujú, že rast marží už dosiahol vrchol a v určitých sektoroch môže existovať potenciál pre určité zníženie marží. Odbory sa zasa snažia vyjednať vyššie mzdy vzhľadom na vyššie zisky podnikov, čomu by mal napätý trh práce pomôcť. Vyššie mzdy v minulosti brzdili rast marží, keďže rastúce náklady práce vo všeobecnosti znižujú zisky podnikov. Pri pohľade na vývoj údajov o inflácii v nasledujúcich mesiacoch sa preto pozornosť pravdepodobne bude zameriavať nielen na rast ziskových marží, ale aj na rast miezd.

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

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	19. 6. 22	19. 6. 18	19. 6. 19	19. 6. 20	19. 6. 21	19. 6. 22	19. 6. 18	1. 1. 23
Do	19. 6. 23	19. 6. 19	19. 6. 20	19. 6. 21	19. 6. 22	19. 6. 23	19. 6. 23	19. 6. 23
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	21,6	5,0	3,5	35,9	-15,4	21,6	55,0	14,9
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	5,4	-1,4	-2,2	40,0	-24,3	5,4	6,7	8,3
MSCI USA (v USD)	22,0	7,9	7,8	37,6	-13,7	22,0	72,4	16,0
MSCI Európa (v EUR)	18,8	4,3	-4,0	27,4	-8,3	18,8	39,8	11,6
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	10,7	-3,6	2,3	33,5	-22,8	10,7	12,3	9,4
STOXX Europe 600 (v EUR)	18,4	4,0	-2,8	27,8	-9,4	18,4	39,5	11,4
DAX 40 (Nemecko v EUR)	23,4	-2,9	-0,2	25,8	-16,5	23,4	26,2	16,4
MSCI Taliansko (v EUR)	34,3	0,7	-9,1	30,4	-11,4	34,3	44,3	20,1
ATX (Rakúsko, v EUR)	9,7	-6,0	-21,1	53,4	-9,8	9,7	14,0	5,3
SMI (Švajčiarsko, in CHF)	11,6	21,6	6,4	20,7	-10,5	11,6	54,9	8,6
S&P 500 (USA, v USD)	22,1	8,1	7,0	35,9	-11,7	22,1	73,5	15,8
Nikkei (Japonsko, v JPY)	31,5	-2,2	7,1	31,6	-8,8	31,5	62,8	29,2
CSI 300 (Čína, v yuanoch)	-6,6	5,1	9,4	28,6	-13,9	-6,6	16,5	2,3
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	-1,3	11,0	16,2	-4,3	-12,9	-1,3	5,7	2,1
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-0,6	7,5	10,4	-3,0	-10,2	-0,6	2,8	1,9
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	2,3	9,6	9,8	4,0	-14,3	2,3	9,7	3,0
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-4,4	7,9	1,5	-1,4	-15,8	-4,4	-12,7	1,9
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-3,5	6,2	2,4	0,3	-14,3	-3,5	-9,5	1,8
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	0,7	4,1	-0,2	3,4	-13,7	0,7	-6,3	1,9
Výnosy dlhopisov (zmena v bázičkých bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	58	-87	-131	74	173	58	90	-1
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	95	-79	-136	41	234	95	150	9
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	74	-71	-103	-19	271	74	149	4
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	86	-66	-13	19	190	86	212	-4
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	88	-55	-22	3	198	88	209	-3
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	71	-46	19	-43	310	71	306	2
Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičkých bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-15	6	29	-71	63	-15	13	-3
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-100	76	199	-283	200	-100	81	-64
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-27	1	20	-39	90	-27	44	0
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-117	30	140	-212	250	-117	79	-69
Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičkých bodoch)								
Libor (USD, 3 mesiace)	342	6	-204	-17	196	342	319	75
Euríbor (EUR, 3 mesiace)	372	-1	-7	-16	37	372	387	142
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (EUR-USD)	4,2	-2,8	-0,9	6,0	-12,2	4,2	-6,0	2,4
Britská libra (EUR-GBP)	-0,3	1,5	1,5	-4,7	0,0	-0,3	-2,7	-3,9
Švajčiarsky frank (EUR-SFR)	-3,3	-2,8	-4,4	2,6	-7,5	-3,3	-15,4	-0,8
Japonský jen (EUR-JPY)	9,7	-4,2	-1,6	9,3	6,9	9,7	20,8	10,2
Komodity (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	6,4	4,9	23,9	-0,2	2,9	6,4	45,6	7,4
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-8,7	-16,3	-6,4	48,4	4,8	-8,7	11,1	-5,2
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	6,1	5,5	25,7	3,0	3,8	6,1	52,7	7,5
Ropa (Brent, v USD za barel)	-32,7	-17,1	-34,2	77,1	54,7	-32,7	1,9	-10,3

Upozornenie: Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 19. 6. 2023.

Odmietnutie zodpovednosti

Táto publikácia spoločností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank AG (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.

Skupina UniCredit vrátane všetkých spoločností v skupine a ostatných spoločností skupiny UniCredit môže mať špecifický záujem vo vzťahu k emitentom, finančným nástrojom alebo transakciám uvedeným v tejto publikácii. Pozrite si, prosím, <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Akékoľvek odhady a/alebo hodnotenia uvedené v tejto publikácii predstavujú nezávislý názor skupiny UniCredit a rovnako ako všetky informácie v nej uvedené sú poskytnuté v dobrej viere na základe údajov dostupných k dátumu publikácie a prevzatých zo spoľahlivých zdrojov, majú však čisto orientačnú hodnotu a môžu sa kedykoľvek po zverejnení zmeniť, skupina UniCredit Group neposkytuje žiadne záruky za ich úplnosť, správnosť a pravdivosť 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 dostupných informáciách celkovo, a to aj v súlade so svojím rizikovým profilom a ekonomickou situáciou.

Vezmite tiež na vedomie, 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 náhlým 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. 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, náčrtov, značiek a názvov – vlastní spoločnosti UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank AG, 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 reprodukovať jej obsah, úplne alebo čiastočne, na akomkoľvek médiu, kopírovať ho, publikovať a používať na komerčné účely bez predchádzajúceho písomného súhlasu od skupiny UniCredit okrem možnosti vytvárania kópií len na osobné použitie.



UniCredit Spa
Client Solutions



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions