



Nájdienie rovnováhy



Investičná stratégia skupiny

Mesačný výhľad

November 2023

Obsah

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKRO A TRHY	9
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	13
AKO INVESTOVAŤ	15



Zhrnutie

Nájdienie rovnováhy



MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

Očakáva sa, že globálny hospodársky rast sa v tomto roku spomalí na 2,9 %. Ani v roku 2024 neočakávame príliš výrazné oživenie s odhadovaným rastom HDP na úrovni 2,5 %. Spomalenie je do značnej miery spôsobené oneskoreným účinkom prísnejšej menovej politiky, zatiaľ čo rezervy z prebytkov úspor domácností vyvolaných pandémiou sa naďalej znižujú a podpora zo strany fiškálnej politiky sa oslabuje.

V prípade USA v tomto roku momentálne očakávame o niečo silnejší rast na úrovni okolo 2 %, ale predpokladáme výrazné oslabenie ekonomického tempa na prelome rokov 2023/24 a v roku 2024 celkovo prevažne stagnáciu medziročného rastu. Hospodárske ukazovatele sa zatiaľ javia ako pomerne robustné. Súkromná spotreba bola v treťom štvrtroku nečakane silná. Táto sila však pravdepodobne nevydrží dlho, keďže najmä trh práce naďalej oslabuje, podmienky poskytovania úverov sa stávajú oveľa prísnejšími a očakáva sa ďalší pokles úspor.

V eurozóne bude rast v druhej polovici tohto roka zrejme prinajlepšom stagnovať, hoci sme pôvodne predpokladali miernu expanziu. Zatiaľ čo rast HDP vidíme v tomto roku nezmenený na úrovni 0,5 %, v roku 2024 očakávame len 0,6 %. Ekonomické ukazovatele sa v poslednom období ešte viac ochladili, pričom najmä priemysel je stále vo fáze výrazného oslabenia a sektor služieb tiež citeľne stratil dynamiku.



INFLÁCIA A MENOVÁ POLITIKA

Na septembrovom zasadaní Fed ponechal hlavnú úrokovú sadzbu na hornej hranici 5,50 %, hoci takzvaný „bodový graf“ (výhľad úrokových sadzieb Rady pre menovú politiku) naďalej poukazuje na ďalšie zvýšenie ešte v tomto roku. V nasledujúcich dvoch rokoch teraz centrálna banka očakáva menej zníženie sadzieb ako pred časom, pričom v roku 2024 by mali sadzby klesnúť len na 5,1 % a v roku 2025 na 3,9 %. Pokiaľ ide o infláciu, očakávame, že celková miera do konca budúceho roka klesne na približne 2 %, pričom jadrová miera inflácie bude stále mierne nad cieľovou hodnotou. Vzhľadom na toto makroekonomické prostredie predpokladáme, že Fed dosiahol svoj vrchol úrokových sadzieb, a očakávame zníženie úrokových sadzieb o kumulatívnych 150 základných bodov od marca 2024 do konca roka.

V septembri ECB zvýšila kľúčové úrokové sadzby o 25 základných bodov a naznačila, že cyklus sprísňovania sa pravdepodobne už skončil. Čo sa týka inflácie, očakávame, že v tomto roku dosiahne 3,5 % a v roku 2024 však len 2,6 %. V súlade s tým predpokladáme, že centrálna banka začne v budúcom roku znižovať úrokové sadzby. Celkovo očakávame následné zníženie kľúčovej úrokovej sadzby o kumulatívnych 75 základných bodov v priebehu budúceho roka, pravdepodobne až od polovice roka 2024.



FINANČNÉ TRHY

V súčasnom prostredí je veľa argumentov pre investičnú stratégiu s vyváženou alokáciou akcií a dlhopisov. V rámci dlhopisovej zložky sa dlhopisy s dlhšou splatnosťou javia ako čoraz atraktívnejšie. Pri dlhších splatnostiach si investori zabezpečujú aktuálne vyššie výnosy a s nedávnym nárastom výnosov na dlhom konci krivky sa znížila nevýhoda úrokovej sadzby v porovnaní s cennými papiermi s veľmi krátkou splatnosťou.



List investičných riaditeľov

Nájdenie rovnováhy

Hrozný teroristický útok Hamasu na Izrael zo začiatku októbra nám opäť ukázal krehkosť Blízkeho východu. Depresívne zábery a druhá vojna v bezprostrednej blízkosti Európy negatívne ovplyvňujú nálady a zvyšujú neistotu na globálnych finančných trhoch. Reakcia trhu na čerstvo rozhorený konflikt však nebola trvalá. Napríklad na rozdiel od predchádzajúcich kríz nedošlo v týždni po teroristickom útoku k masívnemu nárastu cien ropy ani štátnych dlhopisov. Výrazne sa zvýšila len cena plynu, čo však nebolo spôsobené len tým, že Izrael pozastavil ťažbu z ložiska plynu pri svojom južnom pobreží, ale aj poškodeným plynovodom medzi Fínskom a Estónskom. Napriek tomu vojna visí nad hlavami investorov ako Damoklov meč. Zvyšujúce sa napätie na severe Izraela, na libanonsko-izraelskej hranici, zvyšuje obavy z možnej eskalácie, a pokiaľ nedôjde k žiadnemu náznaku uvoľnenia, situácia pravdepodobne zostane nestála aj na trhoch.

Najdôležitejším kanálom prenosu udalostí na Blízkom východe do ekonomiky a na trhy je tak cena ropy. Tá bola v posledných týždňoch – a to aj pred teroristickým útokom – dosť nestabilná. Ako možno klasifikovať tento prenosový kanál a aké riziká pre ekonomiku a trhy by sa mohli objaviť? Je tiež dôležité zvážiť, do akej miery zostane konflikt obmedzený v regionálnom zmysle (pozri tiež časť V centre pozornosti). Zatiaľ čo v prípade lokálneho obmedzenia by mali byť vplyvy na ekonomiku a trhy zvládnutelné, eskalácia konfliktu v regióne, ktorý produkuje približne tretinu svetovej ropy, t. j. aktívny zásah ďalších krajín, ako je Irán, by mal ďalekosiahle dôsledky – nielen pre trh s ropou, ale pravdepodobne aj pre finančné trhy ako celok.

Vzhľadom na povahu konfliktu sa zdá byť ťažké predpovedať budúci vývoj udalostí. Eskalácia s rozsiahlymi hospodárskymi dôsledkami je však podľa nášho názoru rizikom, no nie však základným scenárom. Cena ropy ako prenosový kanál vytvára zložitý (pretože je nelineárny) rizikový profil pre kapitálové trhy: Mierny a pomalý rast ceny ropy (na čo je napríklad zamerané znižovanie produkcie vývozcov ropy z OPEC+) znamená na jednej strane zvyšovanie inflačných tlakov, ale nemusí nevyhnutne viesť k ďalšiemu zvyšovaniu úrokových sadzieb zo strany centrálnych bánk. Na druhej strane masívne a náhle zvýšenie cien ropy má z krátkodobého hľadiska inflačný účinok, ale v strednodobom horizonte by viedlo k výraznému prepadu rastu, čo by mohlo mať silný deflacioný alebo dokonca deflačný účinok. V takomto scenári by nebolo vylúčené, že centrálna banka by boli nútené v záujme stabilizácie ekonomiky dokonca znížiť úrokové sadzby.

V súčasnej zmiešanej situácii sa zdá byť dôležité, aby investori veľmi pozorne sledovali tri (čiastočne vzájomne závislé) rámcové podmienky a posúdili ich dôsledky pre svetové finančné trhy. Prvá zložka opisuje cyklickú pozíciu (alebo pozíciu hospodárskeho cyklu) v rastovom cykle. Toto je v súčasnosti v podstate charakterizované spomalením hospodárskeho rastu žiadaným centrálnymi bankami, ktoré je v konečnom dôsledku nevyhnutné na to, aby sa inflačné tlaky dostali pod kontrolu. Napriek masívnemu zvýšeniu úrokových sadzieb v posledných štvrtrokoch sa však ekonomika v Európe aj v USA ukazuje ako prekvapivo silná. Druhá zložka je štruktúrálnej povahy a zahŕňa možné záťaž, ale aj príležitosti pre hospodárstvo. Európa čelí mnohým viacrozmerým výzvam. Napríklad transformácia našich dodávok energie si vyžaduje značné investície, ktoré zasa môžu priniesť rast a oživiť trhy. Tretou zložkou je novovzniknutý konflikt. Z ekonomického hľadiska ide o (možný) exogénny šok, ktorý môže mať cyklické aj štruktúralne účinky, ale môže mať aj dočasný vplyv.

Investori si kladú otázku, čo bude nasledovať po turbulentnom a volatilnom začiatku posledného štvrťroka tohto roka. Hoci konflikt na Blízkom východe spôsobil krátkodobý nárast rizikových prirážok (a je pravdepodobné, že bude pokračovať aj v prípade ďalšej eskalácie), cyklické a štrukturálne zložky tak podporujú dobrú kombináciu akcií a dlhopisov v portfóliu viacerých aktív v strednodobom až dlhodobom horizonte, v ktorom by sa nemali zanedbávať vysokovýnosné investície, ako sú akcie a podnikové dlhopisy. V strednodobom horizonte bude pravdepodobne ťažké dosiahnuť reálne (t. j. o infláciu upravené) zachovanie hodnoty pri príliš defenzívnych investičných stratégiách, keďže výnosy z dlhopisov budú zrejme klesať súbežne s klesajúcou mierou inflácie.

Napriek mnohým faktorom neistoty veríme, že pokračovanie nedávneho konštruktívneho trendu je možné. Hoci sa to vyznačuje očakávaním spomalenia ekonomiky, dlhá a ťažká recesia sa neočakáva. Tempo rastu – v eurozóne aj v USA – by sa malo v priebehu roka 2024 opäť zrýchliť. Scenár (obmedzeného) spomalenia ekonomiky sa však už na trhoch prejavil. Vojna v Izraeli a Palestíne zároveň predstavuje ďalšie riziko pre globálnu ekonomiku, pred ktorým netreba zatvárať oči. Okrem toho, zo štatistického hľadiska nie je koncoročný rast v roku pred prezidentskými voľbami v USA ničím výnimočným. Na to, aby sa takýto rast uskutočnil, by však muselo zohrať úlohu viacero faktorov. Najmä výnosy 10-ročných amerických dlhopisov by sa museli stabilizovať, alebo ešte lepšie, udržateľne klesať. Z hľadiska ďalšieho vývoja na trhoch preto veľa závisí od budúceho smerovania menovej politiky, t. j. od otázky, či úrokové sadzby (a výnosy dlhopisov) dosiahli svoj vrchol alebo kedy môže americká centrálna banka (Fed) začať znižovať úrokové sadzby. Očakávame, že už dosiahla úrokový vrchol, a v nadchádzajúcom roku (pravdepodobne od marca) predpokladáme zníženie úrokových sadzieb o kumulatívnych 150 bázických bodov. Obavy z ďalšieho spomalenia hospodárskeho rastu v eurozóne by mali zabrániť aj ďalšiemu zvyšovaniu úrokových sadzieb Európskou centrálnou bankou (ECB).

V súčasnom prostredí je veľa argumentov pre investičnú stratégiu s vyváženou alokáciou akcií a dlhopisov. V rámci dlhopisovej zložky sa dlhopisy s dlhšou splatnosťou javia ako čoraz atraktívnejšie. Pri dlhších splatnostiach si investori zabezpečujú aktuálne vyššie výnosy a s nedávnym nárastom výnosov na dlhom konci sa znížila nevýhoda úrokovej sadzby v porovnaní s cennými papiermi s veľmi krátkou splatnosťou. Okrem toho by mal vyvážený mix mien, zohľadňujúci obvyklé bezpečné útočisko amerického dolára a nezanedbávajúci zlato, primerane odrážať súčasné trhové prostredie.

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

Spôsobuje vojna na Blízkom východe nový nárast cien energií?

Prekvapivé útoky Hamasu na Izrael znovu podnecujú staré obavy z vysokých nákladov na energie. Hoci Izrael ani palestínske územia neprodukujú relevantné množstvá ropy, vplyv konfliktu na región vyvoláva obavy, že vojna by mohla ešte viac ovplyvniť produkciu ropy popredných producentov na Blízkom východe (a tým aj globálne trhy s energiou) a viesť k dlhšiemu obdobiu vysokých cien ropy. To, do akej miery budú ceny energií, a teda aj svetové finančné trhy, ovplyvnené situáciou v Izraeli, bude pravdepodobne závisieť predovšetkým od toho, či možno očakávať viac ako regionálny konflikt. Pokúsime sa klasifikovať možné scenáre a zvážiť súvisiace účinky na inflačné tlaky vo svete.

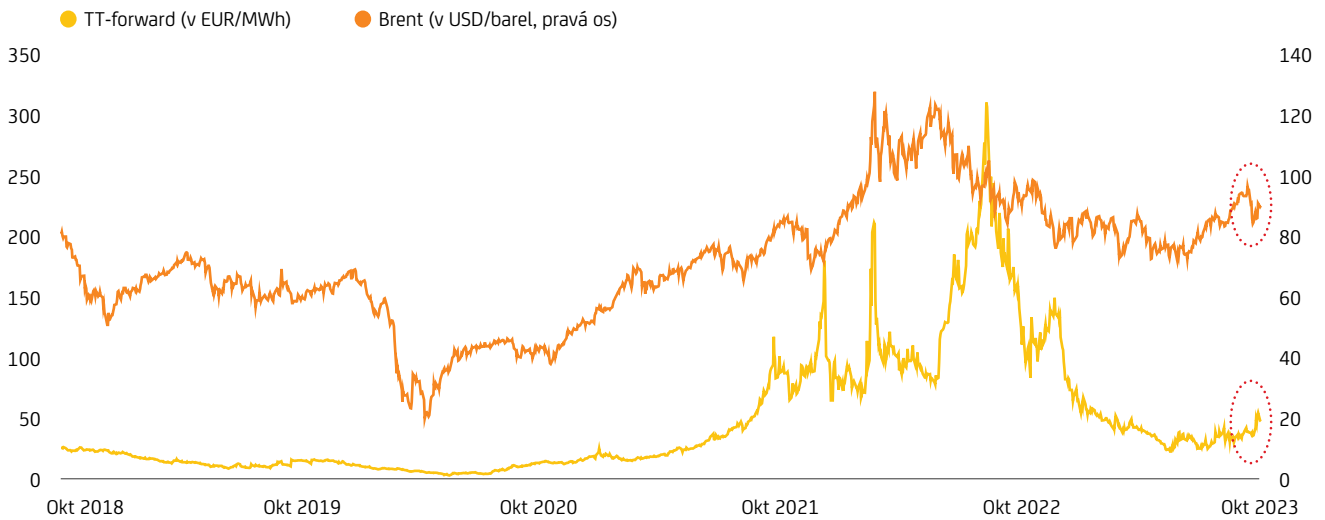
ZÁKLADNÝ SCENÁR: OBMEDZENÝ VPLYV NA CENY ROPY V PRÍPADE LOKALIZOVANÉHO KONFLIKTU

Násilie v Izraeli a na palestínskych územiach bude trvalo zaťažovať vzťahy Izraela s arabským svetom, ale predpokladáme, že samotný konflikt zostane lokálne obmedzený na Gazu a okolie. Nemožno vylúčiť, že Hizballáh, ktorý má úzke väzby na Hamas, otvorí ďalší vojenský front v severnom Izraeli na hranici s Libanonom, čo by Izraelu skomplikovalo situáciu. Vojna pravdepodobne skomplikuje aj úsilie americkej administratívy Joea Bidena o normalizáciu vzťahov medzi Saudskou Arábiou a Izraelom – pokračovanie saudsko-izraelského zblížovania tvárou v tvár prudkej izraelskej vojenskej protiofenzívy sa javí ako ťažko predstaviteľné. Hoci Saudská Arábia nemusí mať záujem zapojiť sa do samotného konfliktu, pravdepodobne nebude môcť dohodu s Izraelom uzavrieť, pokiaľ bude konflikt s Palestínčanmi pokračovať.

Od júla krajiny **OPEC+**¹ na čele so Saudskou Arábiou a Ruskom zvýšili ceny ropy nad 95 USD za barel ohlásením zníženia produkcie. Hrozilo, že tento vývoj bude novým impulzom pre infláciu na celom svete. Začiatkom októbra, ešte pred vypuknutím konfliktu v Izraeli, však výrazne vyššie úrokové sadzby spočiatku spôsobili opätovný pokles ceny ropy o viac ako 10 % pod 84 USD. Nádeje, že svetová ekonomika prejde z fázy vysokej inflácie do fázy upokojenia a „mäkkého pristátia“, vystriedali obavy zo spomalenia globálneho hospodárskeho rastu v dôsledku dlhšie trvajúcej reštriktívnej menovej politiky hlavných západných centrálnych bánk, najmä Fedu a ECB. Útok Hamasu na Izrael tento pokles cien čiastočne zvrátil – s útokom Hamasu ceny ropy spočiatku vyskočili. Cena bezprostredne po útoku stúpila na 89 USD za barel, následne však opäť klesla (graf 1).

¹Krajiny OPEC+ zahŕňajú krajiny OPEC produkujúce ropu a krajiny mimo OPEC, ako napríklad Rusko.

1. ÚTOK HAMASU SPŮSOBIL PRUDKÝ NÁRAST CIEN ROPY, ALE LEN DOČASNE



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: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

Sledované obdobie: 16. 10. 2018 – 16. 10. 2023

Ak konflikt zostane lokálny (náš základný scenár), vplyv na ceny ropy by mal byť tiež obmedzený. Izrael ani palestínske územia neprodukurujú relevantné množstvo ropy. Zásadný význam však majú zásoby a vývoz iránskej ropy. Je možné, že nedávne udalosti povedú k prísnejšiemu presadzovaniu existujúcich sankcií zo strany USA voči Iránu, ktoré boli tento rok zmiernené z obáv z rastúcich cien palív. Na Blízkom východe sa nachádzajú nielen niektorí z najvýznamnejších svetových producentov ropy, ale aj Hormuzský prieliv, ktorý je kľúčovou dopravnou trasou. V prípade jeho uzavretia zo strany Iránu by mohla byť ovplyvnená približne pätina celosvetových dodávok ropy. Momentálne sa však zdá nepravdepodobné, že k takejto eskalácii dôjde, pretože krajiny produkujúce ropu o to nemajú záujem.

Ale aj za predpokladu, že Západ zaujme voči Teheránu zmierlivejší postoj, z trhu s ropou by sa mohli stiahnuť značné množstvá (konkrétne tie z Iránu) – a to v čase nedostatočnej ponuky po tom, čo Saudská Arábia a Rusko chcú zatiaľ zachovať zníženia produkcie, ktoré prijali. Teoreticky existuje dostatočná produkčná kapacita na kompenzáciu prípadných výpadkov z Iránu. To by si však vyžadovalo, aby krajiny ako Saudská Arábia a Spojené arabské emiráty boli ochotné tak urobiť. Saudská Arábia nedávno zopakovala, že podporuje úsilie OPEC+ o dosiahnutie rovnováhy na svetových trhoch s ropou. Zdá sa teda možné, že ceny ropy Brent by sa mohli ustáliť blízko súčasných úrovní, hoci investori by sa mali zatiaľ pripraviť na ďalšie výkyvy. Dosah na infláciu by potom mal zostať skôr obmedzený, najmä preto, že vplyv na jadrovú infláciu je obmedzený. Je tiež rozumné predpokladať, že ani Fed, ani ECB nebudú priamo reagovať na ponukové faktory inflácie (ako by to bolo v prípade cenového šoku v oblasti energií). V strednodobom horizonte očakávame pokles cien ropy Brent na približne 85 USD za barel koncom roka 2024, keď sa očakáva, že OPEC+ uvoľní ďalšiu produkciu.

RIZIKOVÝ SCENÁR: TLAK NA CENY ROPY V PRÍPADE ESKALÁCIE S PRIAMOU ÚČASŤOU IRÁNU

Výrazný nárast ceny ropy počas dlhšieho obdobia by sa dal očakávať len v prípade výrazného rozšírenia konfliktu. Takýto rizikový scenár považujeme za nepravdepodobný, najmä preto, že USA a EÚ budú pravdepodobne vyvíjať tlak na Izrael, aby Irán do konfliktu nezaťahoval. Priama konfrontácia medzi Izraelom a Iránom by pravdepodobne nebola v záujme Iránu, ale ani v záujme Izraela, keďže operácia v Gaze už pravdepodobne vyčerpá veľkú časť vojenských kapacít tejto krajiny. Ak by však došlo k priamej vojenskej konfrontácii medzi Izraelom a Iránom, ostatní regionálni aktéri by sa mohli cítiť nútení zasiahnuť. Na rozdiel od 70. rokov však dnes neexistuje spoločný, koordinovaný postup krajín Blízkeho východu proti Izraelu a vzhľadom na súperenie šiitov a sunnitov je otáznave, prečo by napríklad Saudská Arábia mala podporovať Irán, svojho úhlavného nepriateľa. Podpora Izraela sa zdá byť rovnako nepravdepodobná. Nebezpečný by bol vývoj, v ktorom by sa rivalita medzi šiitmi a sunnitmi vystupňovala a Saudská Arábia by bola vtiahnutá do konfliktu, napríklad iránskymi provokáciami. V tomto scenári by existovali tri nespojenecké tábory: Izrael, sunnitské krajiny (zastúpené Saudskou Arábiou) a šiitské krajiny (zastúpené Iránom).

V takomto rizikovom scenári by nebolo možné vylúčiť ceny ropy nad 100 USD. Mohlo by to citeľne spomaliť súčasné oslabovanie inflačných tlakov. Fed a ECB by potom mohli byť nútení v nadchádzajúcom roku opäť zvýšiť úrokové sadzby alebo ďalej odložiť ich prípadné zníženie, pričom úlohu centrálnych bánk by sťažovala skutočnosť, že na ekonomiku by súčasne pôsobili pretrvávajúce vysoké ceny ropy. To by potom znamenalo skôr uvoľnenie, ako sprísnenie menovej politiky, hoci načasovanie takéhoto opatrenia menovej politiky bude pravdepodobne mimoriadne zložité. Podstatou je, že to nie je ľahké vybalansovať.

ZEMNÝ PLYN: PRUDKÁ CENOVÁ REAKCIA SA ZDÁ BYŤ PREHNANÁ

Okrem toho, pokiaľ ide o Nemecko a Európu, nemožno nespomenúť, že v dôsledku útoku Hamasu na Izrael vzrástli aj ceny plynu (termínovaný kontrakt TTF s dodávkou za jeden mesiac na amsterdamskej burze) niekedy o viac ako 28 % na najvyššiu úroveň od konca marca tohto roka (pozri graf 1). Dôvodom bolo, že Izrael uzavrel dôležité ložisko zemného plynu. Okrem toho došlo k možnej sabotáži na plynovode Baltic Connector medzi Fínskom a Estónskom. Tento plynovod je v súčasnosti odstavený. Izrael bol dlho jednou z mála krajín Blízkeho východu, ktorá nemala významné zásoby plynu a ropy, ale nedávno sa mu podarilo spustiť ťažbu plynu v Stredozemnom mori. Vojna ohrozuje plány tejto krajiny stať sa významným regionálnym dodávateľom energií. V konečnom dôsledku by to mohlo viesť aj k zníženiu dodávok skvapalneného zemného plynu do Európy. Silnú cenovú reakciu však považujeme za prehnanú. Východisková situácia v oblasti dodávok na európskom trhu so zemným plynom je výrazne lepšia ako v minulom roku. Európske zásobníky plynu boli koncom septembra naplnené na 95 %, čo je výrazne nad päťročným priemerom 87 %. Veľkou neznámou pri pohľade na cenu plynu zostáva, aká studená bude zima. Dlhodobé predpovede na túto zimu zatiaľ poukazujú na niekoľko chladných udalostí, ale celkovo **výpočty založené na európskom modeli počasia (ECMWF)**² naznačujú v Európe skôr príliš teplú zimu.

²Európske centrum pre strednodobú predpoveď počasia (ECMWF) je nezávislý medzinárodný výskumný ústav a meteorologická služba pre globálne numerické predpovede počasia a klimatológiu.

Makro a trhy

Výhľad rastu: Ekonomická aktivita v USA a eurozóne sa oslabuje, Čína pravdepodobne dosiahne cieľ rastu

Očakáva sa, že globálny hospodársky rast sa v tomto roku spomalí na 2,9 %. Ani v roku 2024 neočakávame príliš výrazné oživenie (rast HDP na úrovni 2,5 %). Spomalenie je do značnej miery spôsobené oneskoreným účinkom prísnejšej menovej politiky, zatiaľ čo rezervy z prebytkov úspor domácností vyvolaných pandémiou sa naďalej zmenšujú a podpora zo strany fiškálnej politiky sa oslabuje. Celková inflácia sa od svojho vrcholu v roku 2022 výrazne znížila, najmä v dôsledku nižších cien energií, no aj jadrová inflácia klesá vďaka zmierneniu tlakov na ceny vstupov. Je nepravdepodobné, že by nedávny nárast cien ropy výrazne zmenil základný dezinflačný trend, keďže agregátny dopyt naďalej slabne. Sadzby vo väčšine vyspelých ekonomík pravdepodobne dosiahli svoj vrchol. Zníženie sadzieb však pravdepodobne ešte chvíľu potrvá, kým centrálna banka neuvidia jasné dôkazy založené na údajoch, že jadrová inflácia sa udržateľne približuje k ich cieľom.

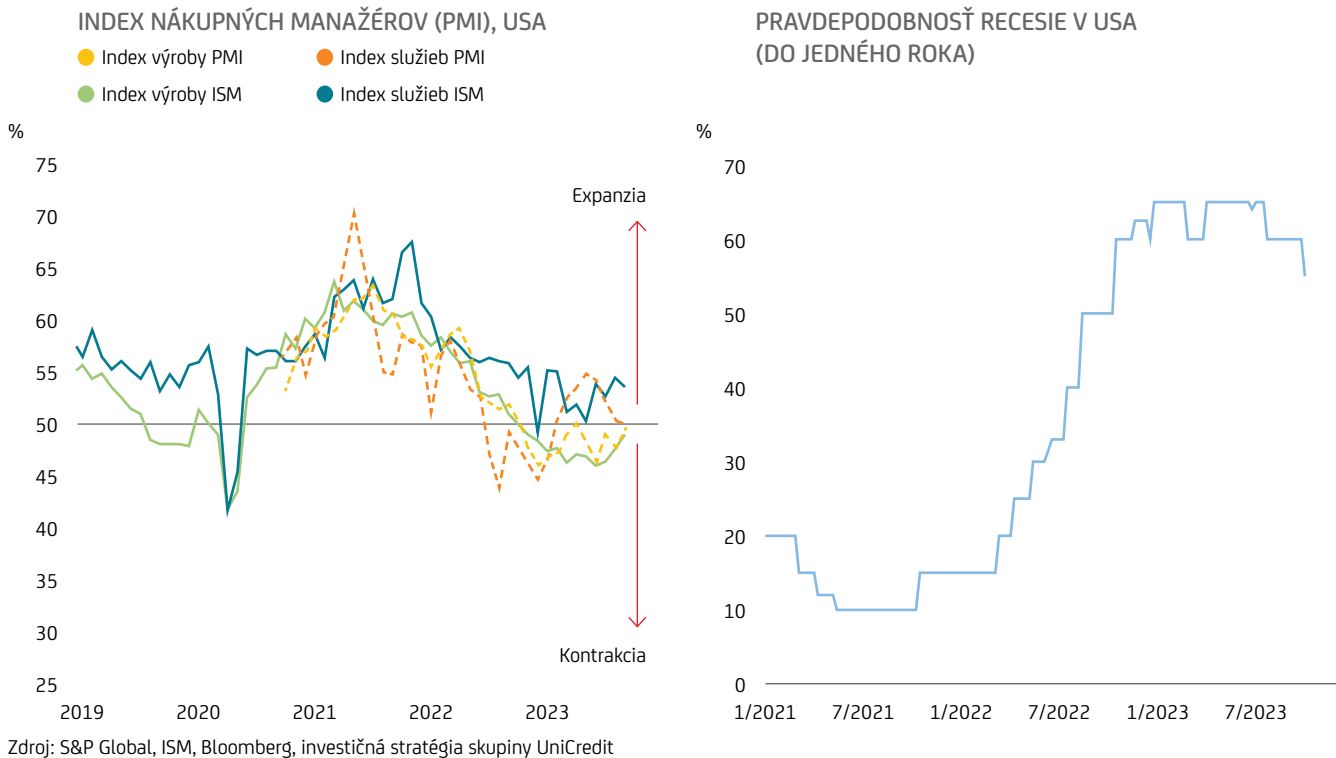
REVÍZIE PREDPOVEDÍ V USA: EKONOMIKA JE SILNÁ, ALE SÚČASNÝ VÝVOJ SPÔSOBUJE, ŽE ĎALŠIE ZVYŠOVANIE ÚROKOVÝCH SADZIEB JE NEPRAVDEPODOBNÉ

V prípade USA v tomto roku momentálne očakávame o niečo silnejší rast na úrovni okolo 2 % (po 1,3 %), ale predpokladáme výrazné oslabenie ekonomického tempa na prelome rokov 2023/24 a v roku 2024 celkovo prevažne stagnáciu medziročného rastu. Hospodárske ukazovatele sa zatiaľ javia ako pomerne robustné, klesajúci trend v priemysle sa zrejme zastavil a sektor služieb zostáva v expanzívnom pásme (pozri graf 2). Podľa konsenzu analytikov očakávaná pravdepodobnosť recesie v USA nedávno klesla pod 60 %. Súkromná spotreba bola v treťom štvrtroku nečakane silná. Táto sila však pravdepodobne nevydrží dlho, keďže najmä trh práce naďalej oslabuje, podmienky poskytovania úverov sa stávajú oveľa prísnejšími a očakáva sa ďalší pokles úspor. Pokiaľ ide o infláciu, očakávame, že celková miera do konca budúceho roka klesne na približne 2 %, pričom jadrová miera bude stále mierne nad cieľovou hodnotou. Vzhľadom na toto makroekonomické prostredie predpokladáme, že Fed dosiahol svoj vrchol úrokových sadzieb a očakávame zníženie úrokových sadzieb o kumulatívnych 150 bázických bodov od marca 2024 do konca roka 2024.

Na septembrovom zasadnutí Fed ponechal hlavnú úrokovú sadzbu na hornej hranici 5,50 %, hoci takzvaný „bodový graf“ (výhľad úrokových sadzieb Rady pre menovú politiku) naďalej poukazuje na ďalšie zvýšenie v tomto roku. V nasledujúcich dvoch rokoch centrálna banka momentálne očakáva menej zníženie sadzieb ako predtým, pričom v roku 2024 sa sadzby znížia len na 5,1 % a v roku 2025 na 3,9 % (t. j. v každom prípade o 50 bázických bodov viac ako predtým), najmä v dôsledku zvýšených prognóz rastu a inflácie. Z najnovšie zverejnenej zápisnice zo zasadnutia však vyplýva, že predstavitelia centrálnej banky boli vo svojich prognózach rozhodne opatrnejší, než naznačujú aktualizované ekonomické prognózy. Na jednej strane revízie prognóz smerom nahor naznačujú, že Fed je optimistický, pokiaľ ide o vyhliadky na mäkké pristátie ekonomiky. Na druhej strane zápisnica zo zasadnutia tiež naznačuje, že centrálna banka naďalej pozorne sleduje viaceré riziká ohrozujúce rast a infláciu (ako je pokles úspor, sprísnenie úverových podmienok, oslabenie trhu práce a zmiernenie mzdových tlakov). Celkovo Fed naznačil, že riziká rastu a poklesu sú v súčasnosti čoraz viac vyvážené a že nastavenie menovej politiky sa považuje za reštriktívne, a teda tlmiace ekonomiku.

Vývoj od posledného zasadnutia Fedu viedol k výrazne menej agresívnemu postoju centrálnej banky, čo sa odráža aj v trhových komentároch jednotlivých predstaviteľov centrálnej banky. Okrem nárastu výnosov 10-ročných amerických štátnych dlhopisov o približne 40 bázických bodov (čo približne zodpovedá ďalšiemu zvýšeniu kľúčových úrokových sadzieb) k tomu prispela aj rezignácia predsedu Snemovne reprezentantov Kevina McCarthyho a konflikt medzi Izraelom a Hamasom. To zase posilňuje náš názor, že Fed dosiahol svoj vrchol úrokových sadzieb, aj keď ďalšie zvýšenie sadzieb ešte nie je úplne vylúčené.

2. AMERICKÁ EKONOMIKA JE ODOLNÁ, ALE ĎALŠIE SPOMALENIE JE PRAVDEPODOBNÉ



PROGNÓZY PRE EUROZÓNU: NÁROČNÉ PROSTREDIE VPLÝVA NA EKONOMIKU A NAZNAČUJE STROP SADZIEB

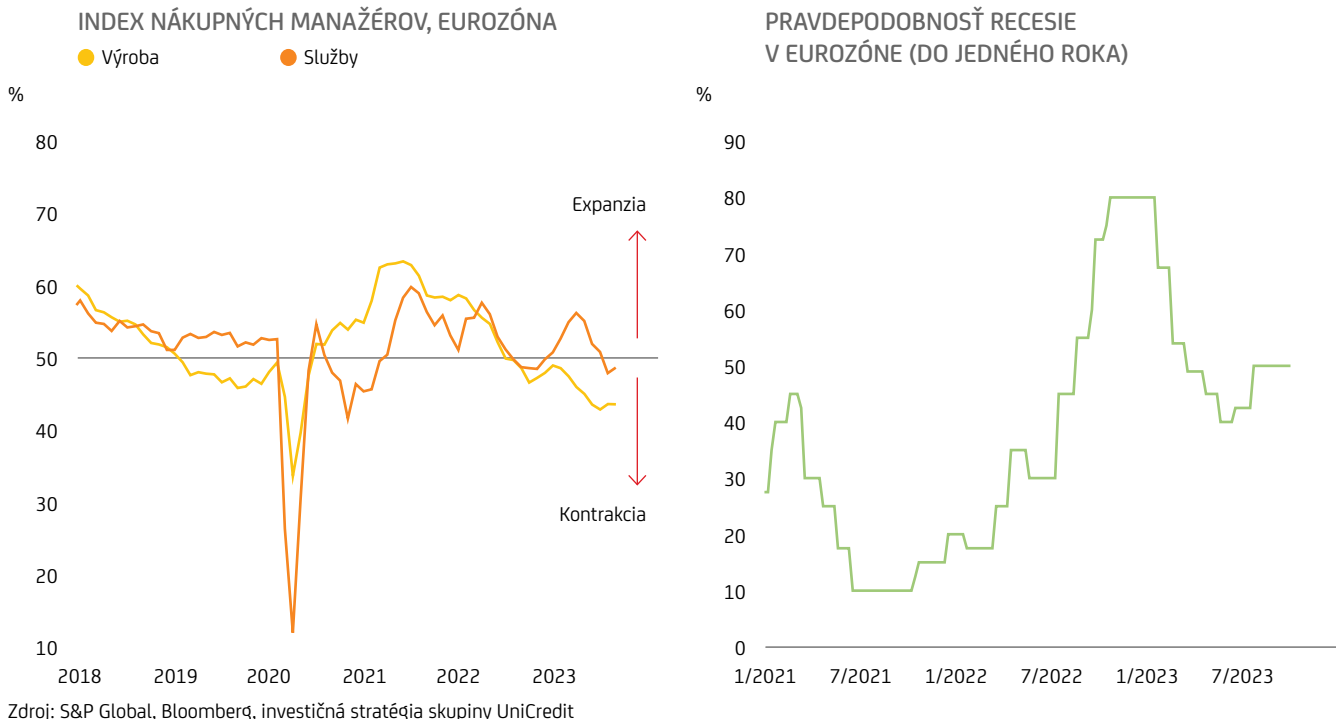
V eurozóne bude rast v druhej polovici tohto roka zrejme prinajlepšom stagnovať, hoci sme pôvodne predpokladali miernu expanziu. Zatiaľ čo rast HDP vidíme v tomto roku nezmenený na úrovni 0,5 %, v roku 2024 očakávame len 0,6 % (predtým 1,0 %). Ekonomické ukazovatele sa v poslednom období ešte viac ochladili, pričom najmä priemysel je stále vo fáze výrazného oslabenia a sektor služieb tiež citeľne stratil dynamiku (pozri graf 3). Nie je preto prekvapujúce, že konsenzus analytikov nedávno zvýšil pravdepodobnosť recesie v eurozóne na 50 %, ako ukazujú výsledky prieskumu. Zdá sa, že tlak na ziskové marže podnikov v dôsledku slabšieho dopytu sa začal a zatiaľ pravdepodobne bude pokračovať. Čo sa týka inflácie, očakávame, že v tomto roku dosiahne 3,5 % a v roku 2024 2,6 %. V súlade s tým predpokladáme, že cyklus sprísňovania ECB sa skončil a centrálna banka začne budúci rok znižovať úrokové sadzby. Celkovo očakávame zníženie kľúčovej úrokovej sadzby o kumulatívnych 75 bázických bodov v priebehu budúceho roka, pravdepodobne od polovice roka.

ECB na svojom septembrovom zasadnutí zvýšila kľúčové úrokové sadzby o 25 bázických bodov na 4,0 %. Okrem toho signalizovala, že cyklus sprísňovania je už pravdepodobne ukončený. V súvislosti so znižovaním bilancie centrálnej banky prezidentka ECB Lagardová odmietla špekulácie o blížiacej sa zmene usmernení PEPP³ a zopakovala svoj záväzok zachovať prvú líniu obrany proti neodôvodnenému rozširovaniu výnosových rozpätí štátnych dlhopisov eurozóny oproti nemeckým štátnym dlhopisom, tzv. nástroj ochrany transmisie menovej politiky (transmission protection instrument – TPI). Aj zápisnica zo septembrového zasadnutia naznačuje, že ďalšie zvýšenie sadzieb je skôr nepravdepodobné, hoci jastrabi v Rade guvernérov ECB predtým varovali pred ďalším sprísňovaním. Celkový názor Rady guvernérov je skutočne taký, že inflačné tlaky v eurozóne dosiahli vrchol a budú naďalej slabnúť. Na druhej strane je Rada guvernérov čoraz viac znepokojená hospodárskym spomalením v regióne. To všetko pravdepodobne odradí ECB od ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb.

³Pandemický program núdzového nákupu dlhopisov (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) je dočasný program nákupu dlhopisov verejných a súkromných dlžníkov, ktorý bol zriadený na začiatku pandémie s cieľom zabezpečiť transmisné kanály menovej politiky ECB.

Napriek tomu existuje určité reziduálne riziko ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb, ak by sa ukázalo, že inflačné očakávania súkromných domácností sú v dôsledku rastúcich cien energií výrazne vyššie, než sa predpokladalo. V spojení s pretrvávajúcimi historicky vysokými nákladmi na energie v dôsledku rusko-ukrajinského konfliktu (napriek výrazným poklesom od najvyšších hodnôt v roku 2022) by opätovný rast cien energií (v neposlednom rade v dôsledku konfliktu na Blízkom východe; pozri časť „V centre pozornosti“ pre podrobnejšiu analýzu) mohol prinútiť ECB, aby koncom roka pristúpila k ďalšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb (čo nie je náš základný scenár).

3. OČAKÁVA SA ĎALŠIE OCHLADZOVANIE A STAGNÁCIA HOSPODÁRSTVA EUROZÓNY



REVÍZIE PROGNÓZ PRE ČÍNU: CIEĽ RASTU NA ROK 2023 SA PRAVDEPODOBNE DOSIAHNE

Spomalenie globálnej ekonomiky sa odráža aj v slabšej economickej aktivite Číny. Po najnovšom zverejnení rastu HDP v treťom štvrtroku stále očakávame, že Čína v roku 2023 dosiahne svoj cieľ rastu „okolo 5 %“, ktorý si sama stanovila, ale naďalej pretrvávajú viaceré riziká. Po značnom oživení v prvom štvrtroku 2023, keď sa ekonomika opäť otvorila, ekonomická dynamika v Číne sklamala na mnohých frontoch. Spotreba je odvtedy pomerne utlmená a nezamestnanosť mladých ľudí zostáva na historicky vysokých úrovniach. Realitný sektor zostáva hlavným zdrojom neistoty pre ekonomiku, zatiaľ čo nadmerný pákový efekt a zadlžením v čase, keď sa proces urbanizácie javí ako pokročilý a demografický vývoj je nepriaznivý. V dôsledku pomerne slabej hospodárskej dynamiky sa inflácia v Číne naďalej pohybuje na hranici deflácie. Napriek tomu bol rast Číny v treťom štvrtroku na úrovni 4,9 % medziročne (1,3 % medzikvartálne) stále veľmi uspokojivý, keďže sa prejavili cieľové stimulačné opatrenia, najmä vo výrobnom sektore a v investíciách do infraštruktúry. V nadchádzajúcom roku očakávame rast na úrovni približne 4 %.

Napriek zaťažujúcim faktorom je tu aj pozitívny vývoj. Napríklad najnovšie indexy nákupných manažérov sa vo všeobecnosti stabilizovali. Priemysel aj sektor služieb po mesiacoch poklesu opäť vykazujú miernu expanziu. Aj keď vláda zatiaľ neprijala žiadne komplexné opatrenia na podporu hospodárstva na fiškálnej strane (iba určité uvoľnenie úverových štandardov pri kúpe bývania na podporu stavebného sektora), na strane menovej politiky podnikla výraznejšie kroky. Napríklad čínska centrálna banka tento rok nielenže niekoľkokrát znížila povinné minimálne rezervy pre veľké a stredné banky, ale znížila aj úrokovú sadzbu jednoročnej strednodobej úverovej linky. V budúcnosti očakávame ďalšie takéto opatrenia.

FINANČNÉ TRHY: NAPÄTIE PRI DLHŠIE TRVAJÚCEJ POLITIKE OBMEDZENÝCH PEŇAZÍ

Finančné trhy sa po výrazných cenových stratách v mnohých triedach aktív v septembri dokázali v októbri mierne zotaviť. Hlavným dôvodom septembrového výpredaja bola zmena orientácie trhov na nečakane jasný signál dvoch hlavných západných centrálnych bánk, Fedu a ECB, ponechať kľúčové úrokové sadzby v reštriktívnom pásme dlhšie a vyššie. Po septembrových zasadnutiach centrálnych bánk výrazne klesli najmä akciové trhy. Index S&P 500 stratil v sledovanom mesiaci september viac ako 5 % a index DAX viac ako 3 %. Na strane dlhopisov viedli cenové straty k nárastu výnosov o približne 50 bázických bodov v prípade amerických štátnych dlhopisov a o viac ako 30 bázických bodov v prípade nemeckých dlhopisov Bund. Výmenný kurz eura voči americkému doláru klesol o takmer 3 % a cena zlata o 6 % v tomto prostredí prudko zvýšených výnosov dlhopisov.

Opätovné vzplanutie konfliktu na Blízkom východe po útoku Hamasu na Izrael však začiatkom októbra opäť vrátilo do popredia dopyt po bezpečných investíciách. To viedlo k výraznému nárastu cien dlhopisov, najmä dlhopisov s dlhšou splatnosťou. Z klesajúcich výnosov dlhopisov následne ťažili aj americké a európske akciové trhy – v sledovanom mesiaci október (k 16. októbru) vykázali cenový nárast o viac ako 2 % v prípade indexu S&P 500 a o dobré 1 % v prípade indexu DAX, hoci cenové zisky nedokázali plne kompenzovať straty zo septembra. Euro si v rovnakom období voči americkému doláru pripísalo 0,6 %. Zlato dokázalo uplatniť svoj charakter „bezpečného útočiska“ a v sledovanom mesiaci október zatiaľ zaznamenalo výrazné cenové zisky vo výške viac ako 5 %. Strednodobá až dlhodobá výkonnosť zlata však bude pravdepodobne závisieť predovšetkým od vývoja výnosov v USA. Cena ropy Brent, ktorá ešte v septembri dosahovala hodnoty nad hranicou 95 USD za barel v dôsledku nedostatku na svetových trhoch, spočiatku začiatkom októbra výrazne oslabilo následkom vznikajúcich hospodárskych obáv a klesla pod hranicu 85 USD. V reakcii na konflikt na Blízkom východe a obáv z ďalšieho nedostatku dodávok ropy sa cena ropy v poslednom čase mierne zotavila, ale stále je pod septembrovými maximami (pozri tiež časť V centre pozornosti, k 16. októbru 2023).

Alokácia aktív – ako spravujeme náš mandát portfólia

Zostávame defenzívni

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

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

Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

NEUTRÁLNY KU GLOBÁLNYM AKCIÁM

Odolnosť akcií a dôvera, že sa podarí vyhnúť tvrdému pristátiu. Oneskorený negatívny účinok vyšších úrokových sadzieb sa však ešte len prejaví.

NEUTRÁLNY K EURÓPSKYM AKCIÁM

Slabšia makroekonomická dynamika a zraniteľnosť voči vyšším cenám ropy a zemného plynu, zatiaľ čo ECB zostáva v krátkodobom horizonte reštriktívna. Európske akcie však ponúkajú dobré príležitosti pre investorov, ktorí sa zameriavajú na hodnotu a kvalitu.

NEUTRÁLNY K AMERICKÝM AKCIÁM

Silný rast HDP v 3. štvrtroku 2023 poháňaný silným trhom práce a odolnosťou príjmov, ale neistota v súvislosti s rozsahom hospodárskeho spomalenia v nasledujúcich mesiacoch v dôsledku oneskorených účinkov vyšších úrokových sadzieb.

NEUTRÁLNY K AKCIÁM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

HDP Číny v 3. štvrtroku 2023 vyšší ako konsenzus vďaka cieľovým stimulom, ale rastie napätie v sektore nehnuteľností.

V Latinskej Amerike sa Brazília stáva svetlým bodom vďaka očakávaniam zníženia sadzieb, keďže inflácia klesá, a fiškálne reformy sú pravdepodobné. Celkovo sú ocenenia pre akcie rozvíjajúcich sa trhov lacné. Dôrazne sa odporúča selektívnosť krajín a sektorov rozvíjajúcich sa trhov.

NADVÁŽENÝ K AKCIÁM TICHOMORIA

Rast miezd a rastúca inflácia – vzhľadom na to, že BoJ má zostať naďalej expanzívna – 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 tomto roku podporuje našu preferenciu „vysokokvalitných dlhopisov“, ako sú podnikové dlhopisy investičného stupňa v eurách a štátne dlhopisy.

NADVÁŽENÝ 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.

PODVÁŽENÝ K PODNIKOVÝM DLHOPISOM S VYSOKÝM VÝNOSOM

Rozpätia v tejto triede aktív ešte plne nezohľadňujú zásadné hospodárske spomalenie, najmä v USA, v dôsledku prísnejších podmienok poskytovania úverov. Táto trieda aktív je tiež relatívne menej likvidná.

NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM EMÚ

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

NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM MIMO EMÚ

Podporujú ho očakávania klesajúcej inflácie a uvoľňovania Fedu približne v polovici budúceho roka.

NEUTRÁLNY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V TVRDEJ MENE

Zaujímavé výsledky, ale radšej sa zameriavame na „vysokokvalitné dlhopisy“. Zostávame defenzívni a selektívni a vyhýbame sa krajinám s vysokým zahraničným dlhom a deficitom bežného účtu.

NADVÁŽENÝ K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V MIESTNEJ MENE

Podporujú ho očakávania uvoľňovania Fedu približne v polovici budúceho roka a oslabovanie amerického dolára. Klesajúca inflácia v Latinskej Amerike otvára priestor pre výrazné uvoľnenie centrálnych bánk.

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

Ceny ropy podporujú nízke zásoby a rastúce geopolitické riziko. Ceny iných cyklických komodít, ako napríklad medi, však nerastú.

NEUTRÁLNY K ZLATU

Rast je obmedzený posledným jastrabím zasadnutím Fedu a silnejším americkým dolárom.

MENY

Krátkodobú podporu poskytlo posledné jastrabie zasadnutie Fedu a silnejšia dynamika americkej ekonomiky.

Ako investovať

Investičné nápady v aktuálnom scenári



INVESTÍCIE DO AKCIÍ

NAŠA PREDSTAVA: SEMAGLUTID: ODOMYKANIE POTENCIÁLU PRE ZDRAVOTNÚ STAROSTLIVOSŤ

Začiatkom roka 2000 americké energetické spoločnosti, ktoré čelili klesajúcej produkcii ropy v USA, spojili svoje inžinierske úsilie, aby spojili dve techniky ťažby ropy – hydraulické štiepenie a horizontálne vrty – ktoré sa predtým považovali za nepraktické a príliš riskantné. Tento prelom sprístupnil obrovské zásoby bridlicovej ropy a zvýšil ťažbu ropy v USA z piatich miliónov barelov denne v roku 2008 na viac ako 12 miliónov v roku 2019. Transformovalo to situáciu v tomto odvetví, oživilo hospodárstvo USA a zmenilo globálnu energetickú dynamiku. Táto transformačná sila horizontálneho prevratu a laterálneho myslenia je podobná dnešnej situácii v zdravotníctve, kde špičkoví výrobcovia inzulínu využili svoje výskumné kapacity na priekopnícke nové využitia inzulínu mimo cukrovky a odhalili účinnosť injekčného semaglutidu na liečbu obezity.

Inzulín bol objavený v roku 1922 a pôvodne sa získaval z pankreasu kráv a ošípaných. Keď sa stal štandardnou liečbou cukrovky, pokrok v osemdesiatych rokoch dvadsiateho storočia viedol k vytvoreniu syntetického ľudského inzulínu. Tento vývoj zjednodušil výrobu, čím sa z inzulínu stala komodita, a vzniknutý trh v hodnote 20 miliárd USD sa skonsolidoval okolo niekoľkých spoločností. Dvojica hráčov, ktorí pôsobili v rozvinutom prostredí a čelili významným neuspokojeným medicínskym potrebám, spochybnila tradičné názory prostredníctvom laterálneho prístupu, ktorý presunul pozornosť z liečby cukrovky na zameranie sa na jednu z jej hlavných príčin: obezitu. Výsledkom výskumu a vývoja je semaglutid, liek, ktorý napodobňuje hormón **GLP-1**⁴ a stimuluje tvorbu inzulínu, čím znižuje hladinu cukru v krvi a znižuje chuť do jedla. Nové riešenie otvorilo globálny trh s obezitou, ktorý sa do roku 2030 odhaduje na 100 miliárd USD, z čoho má duopol vďaka sile a hĺbke vývoja produktov, obrovským investíciám do dodávateľského reťazca a najnovšej perspektíve úhrad liečby spoločný 82 % podiel na trhu. Táto prevratná inovácia, podobná bridlicovej revolúcii, siaha za hranice zisku a má vplyv na verejné zdravie a hospodársku udržateľnosť. Obezita je základnou príčinou viac ako dvoch stoviek zdravotných komplikácií, často chronických a nákladných, vrátane kardiovaskulárnych porúch, rôznych druhov rakoviny a zlyhania obličiek. Semaglutid, ktorý znižuje výskyt týchto zničujúcich ochorení, predstavuje úľavu v oblasti zdravotnej starostlivosti, pričom predpokladané úspory by len v USA mohli predstavovať približne 170 miliárd USD ročne. Tento účinok je obzvlášť pozoruhodný vzhľadom na to, že výdavky na zdravotníctvo už v krajinách OECD predstavujú významný 10-percentný podiel na HDP a sú hlavným faktorom, ktorý prispieva k predpokladanému nárastu štátnych dlhov.

Na akciovom trhu sa prevratné akcie často vyznačujú vynikajúcimi výsledkami na býčích aj medvedích trhoch a predstavujú najlepšiu voľbu medzi akciami s vysokou volatilitou. Zatiaľ sa ukazuje, že títo farmaceutickí hráči nie sú výnimkou, keďže ceny ich akcií sa od 1. januára 2021 strojnásobili. Tento úspech zdôrazňuje význam aktívneho riadenia portfólia. Konkrétne, zatiaľ čo referenčné hodnoty a pasívne fondy majú tendenciu premeškať tieto jedinečné príležitosti, keďže sú svojou povahou „späťne orientované“ a dokážu odmeniť len osvedčených víťazov, aktívny prístup umožňuje investorom využiť transformačné príležitosti a profitovať z nich.

⁴ Glukagónu podobný peptid 1 (GLP-1) je črevný peptid vylučovaný z črevných buniek po jedle. GLP-1 má množstvo fyziologických účinkov vrátane potenciácie glukózou stimulovanej sekrécie inzulínu. Antidiabetické účinky GLP-1 viedli k intenzívnemu záujmu o použitie tohto peptidu na liečbu pacientov s cukrovkou.

INVESTÍCIE DO DLHOPISOV

VÝHLAD ŠTÁTNYCH DLHOPISOV

V septembri výnosy štátnych dlhopisov prudko vzrástli, pričom výnosy 10-ročných amerických štátnych dlhopisov dosiahli 4,88 %, čo je najvyššia úroveň od roku 2008, a výnosy 10-ročných dlhopisov Bund dosiahli 3 %, čo je úroveň nezaznamenaná od roku 2011.

Tento prudký nárast úrokových sadzieb má mnoho dôvodov. Najmä prudký nárast cien ropy – zo 70 USD za barel na 95 USD v lete po znížení ťažby ropy, o ktorom rozhodli krajiny OPEC – znepokojil investorov v súvislosti s možným obnovením dynamiky inflácie. Okrem toho je americký trh práce naďalej mimoriadne silný, keďže v septembri bolo vytvorených 336 000 nových pracovných miest. Varovanie Fedu pred dlhšie trvajúcimi vyššími sadzbami tiež negatívne ovplyvnilo ceny dlhopisov. Ďalším faktorom, ktorý pôsobí na trh, je výrazné zvýšenie ponuky dlhopisov v nadchádzajúcich mesiacoch. Na ceny dlhopisov by mohol vplývať aj štrukturálnejší faktor. Investori by mohli chcieť vyššie rizikové prirážky za dlhý koniec výnosových kriviek, čo by odrážalo rastúcu nerovnováhu medzi ponukou a dopytom a obavy z udržateľnosti dlhu a nového inflačného režimu, ktorý je oveľa volatilnejší ako v minulosti.

Samozrejme, štátne dlhopisy majú aj svoje výhody. Len v USA predstavujú fondy peňažného trhu približne 6 biliónov USD. Tieto aktíva by sa mohli rýchlo presunúť do štátnych dlhopisov, najmä ak ekonomika bude vykazovať známky spomalenia a centrálna banka budú vo svojej menovej politike viac holubičia. Pri súčasnej úrovni výnosov navyše inštitucionálni investori, ako sú štátne a penzijné fondy, zvyšujú svoju expozíciu voči štátnym dlhopisom. Napokon, keďže korelácia medzi americkými štátnymi dlhopismi a rizikovými aktívami sa v roku 2023 zmenila na zápornú, ak by sa zvýšila averzia voči riziku, došlo by k prudkému nárastu dopytu po štátnych dlhopisoch.

Na záver možno konštatovať, že medzi kladmi a zápornmi bude trh naďalej veľmi volatilný. Vzhľadom na nominálne výnosy na úrovniach, ktoré neboli zaznamenané viac ako 10 rokov, sa však domnievame, že investovanie do fixného príjmu sa dnes môže z dlhodobého hľadiska vyplatiť.

Pokiaľ ide o alokáciu aktív, potvrdili sme náš neutrálny postoj voči tejto triede aktív. Pri týchto výnosoch ponúkajú štátne dlhopisy atraktívny tok kupónov, ktorý môže kompenzovať aj prípadné nové poklesy cien. Navyše, ako sme už spomenuli, korelácia medzi dlhopismi a akciami sa vrátila do záporných hodnôt a vzhľadom na nedávny konflikt medzi Izraelom a Hamasom sú štátne dlhopisy „bezpečným útočiskom“ v prípade eskalácie napätia na Blízkom východe. Zo strategického hľadiska vidíme hodnotu najmä v segmente dvojročných až desaťročných kriviek, zatiaľ čo pri dlhších splatnostiach stále očakávame fázu zvýšenej volatility.

Takticky sme začiatkom októbra využili oslabenie trhu a znížili sme našu dĺžku pod úroveň našich referenčných hodnôt v modeloch štátnych dlhopisov, keďže sme očakávali zotavenie cien. Nakupovali sme najmä dlhopisy krajín „jadra“, pričom sme si zachovali opatrný postoj ku krajinám s vyšším dlhom, ktorý vyvoláva pochybnosti o budúcej udržateľnosti ich verejných financií.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	16. 10. 22	16. 10. 18	16. 10. 19	16. 10. 20	16. 10. 21	16. 10. 22	16. 10. 18	1. 1. 23
Do	16. 10. 23	16. 10. 19	16. 10. 20	16. 10. 21	16. 10. 22	16. 10. 23	16. 10. 23	16. 10. 23
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	24,1	7,7	13,3	30,0	-21,4	24,1	56,4	12,9
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	13,0	7,1	12,1	17,3	-29,6	13,0	12,2	1,5
MSCI USA (v USD)	24,3	8,6	20,7	30,6	-20,0	24,3	73,1	15,8
MSCI Európa (v EUR)	19,1	11,5	-5,5	33,1	-11,9	19,1	46,1	9,6
MSCI AC Ázia Tichomorie (v USD)	16,1	7,3	12,0	16,0	-27,5	16,1	16,7	2,4
STOXX Europe 600 (v EUR)	18,9	11,8	-4,0	32,8	-13,4	18,9	46,0	9,2
DAX 40 (Nemecko v EUR)	22,5	7,6	2,0	22,7	-19,6	22,5	31,2	9,4
MSCI Taliansko (v EUR)	42,3	18,3	-15,5	41,4	-15,4	42,3	69,2	24,3
ATX (Rakúsko, v EUR)	20,4	-3,5	-26,4	78,5	-23,2	20,4	17,1	5,9
SMI (Švajčiarsko, in CHF)	8,8	17,9	5,4	22,4	-10,7	8,8	46,9	4,7
S&P 500 (USA, v USD)	24,1	8,6	18,4	30,3	-18,0	24,1	73,3	15,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	19,4	1,9	6,3	25,7	-3,0	19,4	57,3	23,7
CSI 300 (Čína, v yuanoch)	-3,2	29,4	24,6	4,6	-20,1	-3,2	29,1	-4,2
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	-2,0	16,3	12,7	-5,0	-17,9	-2,0	0,6	-3,8
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-0,4	10,9	8,3	-3,4	-14,4	-0,4	-0,8	-2,3
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	5,0	13,5	8,6	1,4	-19,5	5,0	6,0	-0,1
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-0,5	9,7	2,4	-3,7	-19,8	-0,5	-13,4	0,8
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-0,5	11,1	2,9	-2,6	-18,5	-0,5	-9,5	0,2
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	4,7	5,7	1,6	0,5	-16,3	4,7	-5,4	2,5
Výnosy dlhopisov (zmena v bázičických bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	70	-142	-101	84	249	70	155	87
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	59	-129	-119	57	331	59	192	78
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	21	-124	-98	19	383	21	198	72
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	39	-88	-22	44	254	39	224	19
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	51	-110	-28	35	274	51	219	34
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-4	-78	-13	8	395	-4	309	20
Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičických bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-43	4	14	-45	80	-43	12	-11
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-88	56	94	-189	197	-88	78	-52
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-50	-4	1	-14	112	-50	46	3
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-151	-12	97	-136	295	-151	97	-25
Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičických bodoch)								
Libor (USD, 3 mesiace)	146	-44	-175	-9	407	146	321	89
Euribor (EUR, 3 mesiace)	257	-9	-10	-4	195	257	429	184
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (EUR-USD)	8,4	-4,9	5,7	-0,8	-16,2	8,4	-9,0	-1,2
Britská libra (EUR-GBP)	-0,3	-1,2	4,7	-6,8	2,6	-0,3	-1,7	-2,4
Švajčiarsky frank (EUR-SFR)	-2,6	-3,9	-2,5	0,3	-8,7	-2,6	-16,8	-3,5
Japonský jen (EUR-JPY)	9,7	-7,7	2,3	7,7	9,1	9,7	21,6	12,0
Komodity (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	16,7	20,7	23,9	-8,3	-9,0	16,7	48,7	5,3
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-2,9	-6,7	7,3	56,2	-21,0	-2,9	15,6	-11,5
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	16,6	21,0	27,6	-6,7	-8,3	16,6	56,5	5,8
Ropa (Brent, v USD za barel)	-2,2	-26,5	-27,1	96,4	9,1	-2,2	11,2	5,7

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 16. 10. 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 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.

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

Obsah publikácie – vrátane údajov, noviniek, informácií, obrázkov, grafiky, nákrsov, 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 reprodukovat' 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.

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 16. októbru 2023.



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



Adresa
Šancová 1/A,
813 33 Bratislava



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions