



Na vrchole: Uvoľňovanie bude chcieť čas

Investičná stratégia skupiny

Mesačný výhľad

Október 2023

Obsah

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKRO A TRHY	9
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	12
STĽPČEKY	16

Zhrnutie

Na vrchole: Uvoľňovanie bude chcieť čas



MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

Náznaky ochladzovania svetovej ekonomiky s klesajúcimi inflačnými tlakmi sú čoraz zjavnejšie.

Vzhľadom na vysoko reštriktívnu menovú politiku je pokračujúca hospodárska sila USA prekvapujúca. Fed nedávno upravil svoje prognózy rastu na roky 2023 a 2024 smerom nahor, zatiaľ čo očakávania týkajúce sa miery nezamestnanosti boli upravené smerom nadol. Podľa nášho názoru sú tieto úpravy príliš optimistické. V nasledujúcich štvrťkoch očakávame pravdepodobné spomalenie spotreby v dôsledku klesajúcich rezerv úspor, prísnejších úverových podmienok a spomalenia rastu miezd.

Európska centrálna banka znížila prognózu rastu HDP eurozóny. Je však dôležité zdôrazniť, že súčasnú silu americkej ekonomiky podporujú aj fiškálne opatrenia Bidenovej administratívy, zatiaľ čo na pozadí masívneho zvýšenia úrokových sadzieb možno súčasnú hospodársku slabosť eurozóny vysvetliť aj tým, že neexistuje žiadny výdavkový program porovnateľný s USA.

Najnovšie zverejnené údaje naznačujú, že Čína možno dosiahla dno svojho hospodárskeho spomalenia. Napriek prekvapivo zlepšeným hospodárskym údajom si myslíme, že je ešte príliš skoro hovoriť o oživení. Nedávne vládne stimulačné opatrenia by mali podporiť rast, hoci očakávame, že na dosiahnutie 5-percentného rastového cieľa čínskej vlády pre tento rok budú potrebné ďalšie fiškálne stimuly.



INFLÁCIA A MENOVÁ POLITIKA

Na svojom poslednom zasadnutí v septembri Fed ponechal svoju hlavnú úrokovú sadzbu (hornú hranicu) nezmenenú na úrovni 5,50 %. Finančné trhy však toto rozhodnutie interpretovali ako „jastrabiu pauzu“, keďže Fed dodatočne výrazne zvýšil svoje prognózy rastu HDP na tento a budúci rok a teraz predpokladá, že úrokové sadzby budú musieť zostať na vysokej úrovni dlhšie, aby sa inflácia udržateľne vrátila k 2-percentnému cieľu.

Na septembrovom zasadnutí ECB zvýšila svoje kľúčové úrokové sadzby o 25 bázických bodov a naznačila, že cyklus sprísňovania sa pravdepodobne skončil. Rada guvernérov uznala, že intenzívne sprísňovanie menovej politiky (10 po sebe nasledujúcich zvýšení sadzieb) čoraz viac tlmí hospodársku aktivitu, a domnieva sa, že úrokové sadzby v súčasnosti dosiahli „úroveň, ktorá, ak sa udrží dostatočne dlhé obdobie, výrazne prispieje k včasnému návratu inflácie na cieľovú úroveň“. Celkovo finančné trhy prijali rozhodnutie ECB ako „holubičie“ (t. j. „mäkké“ z hľadiska menovej politiky), napriek zvýšeniu úrokových sadzieb.



FINANČNÉ TRHY

Podľa nášho názoru súčasná situácia vytvára atraktívne príležitosti na vstup do portfólií s viacerými aktívami, t. j. portfólií, ktoré kombinujú akcie a dlhopisy s vyváženým rizikovým profilom. Výnosy dlhopisov totiž prudko vzrástli, čo investorom poskytuje zaujímavé kupónové platby v kombinácii s možným rastom cien, ak centrálna banka skutočne začne znižovať úrokové sadzby. Vyššie výnosy tiež otvárajú investorom vyhliadky, že budú môcť kompenzovať potenciálne cenové straty akcií v dôsledku náročných makro podmienok.



List investičných riaditeľov

Na vrchole: Uvoľňovanie bude chcieť čas

Po septembrových zasadnutiach Európskej centrálnej banky (ECB) a amerického Federálneho rezervného systému (Fed) sa pozornosť naďalej sústreďuje na budúci vývoj menovej politiky týchto hlavných centrálnych bánk. Je pozoruhodné, že nedávne rozhodnutia týkajúce sa politiky oboch centrálnych bánk boli rozdielne, rovnako ako aj ich prijatie na trhoch. Najmä fakt, že zvýšenie úrokových sadzieb ECB trh vnímal ako „**holubičie zvýšenie**“¹, zatiaľ čo rozhodnutie Fedu ponechať úrokové sadzby nezmenené bolo interpretované ako „jastrabia pauza“.

Domnievame sa, že hlavné centrálné banky v tomto cykle už uskutočnili väčšinu svojich zvýšení sadzieb. Na tom, či ešte dôjde k sporadickému a drobnému zvyšovaniu sadzieb, by z ekonomického hľadiska už pravdepodobne nemalo veľmi záležať. A nie je to len Fed, ktorý v septembri ponechal úrokové sadzby nezmenené. Aj centrálné banky Spojeného kráľovstva, Švajčiarska a Japonska v septembri skrutku úrokových sadzieb už ďalej nepritahovali. Dôvodom sú čoraz zjavnejšie náznaky ochladzovania svetovej ekonomiky s klesajúcimi inflačnými tlakmi, čo jasne preukazujú dôležité ukazovatele ekonomických nálad – najnovšie sú to európske indexy nákupných manažérov, ale aj nemecký index ifo. Vykazované údaje o inflácii sa tiež výrazne ochladili, ale stále zostávajú ďaleko od 2-percentného inflačného cieľa centrálnych bánk.

Hoci boj centrálnych bankárov proti inflácii ešte nie je vyhratý, ťažisko menovej politiky sa mení. Teraz, keď sa vrchol úrokových sadzieb (pravdepodobne) dosiahol, je otázkou, ako dlho zostanú úrokové sadzby na súčasnej vysokej úrovni. Začiatkom roka trhy úrokových sadzieb počítali s tým, že Fed napríklad pristúpi k prvému zníženiu úrokových sadzieb len dva až tri mesiace po dosiahnutí úrokového maxima, čo bola asi príliš optimistická nádej. Implicitné očakávanie (t. j. odvodené od trhových cien) sa medzitým skôr predĺžilo na obdobie dvoch až troch štvrtrokov medzi dosiahnutím úrokového maxima a prvým znížením sadzieb. V tomto kontexte treba chápať aj „jastrabiú pauzu“. Centrálni bankári okolo prezidenta Fedu Jeroma Powella chcú zabrániť tomu, aby sa účastníci trhu nechali príliš rýchlo zlákať nádejou na zníženie úrokových sadzieb. Takýto vývoj by znamenal, že dlhodobé výnosy na americkom dlhopisovom trhu by klesali výraznejšie a pôsobili by tak proti rozhodujúcej časti sprísňovania menovej politiky. To by mohlo viesť k dlhšie trvajúcim inflačným tlakom. Ak však údaje o inflácii klesnú rýchlejšie, ako sa očakávalo, nemožno tiež vylúčiť, že členovia Fedu znížia výhľad úrokových sadzieb oveľa rýchlejšie, ako sa doteraz uvádzalo. V tomto ohľade by sa „jastrabie“ vyhlásenia o poslednom rozhodnutí Fedu mohli interpretovať skôr ako varovanie, než ako prísľub.

Nedávny nárast cien ropy by naozaj mohol byť dôvodom na určitú opatrnosť. Nemalo by sa však prehliadať, že cena ropy sa nezvýšila primárne v dôsledku silného dopytu, ale skôr v dôsledku nedostatočnej ponuky zo strany štátov OPEC+ (OPEC a štáty mimo OPEC, ako napríklad Rusko). Preto má vyššia cena ropy na jednej strane krátkodobý inflačný účinok, na druhej strane však vysoká cena ropy zasahuje už aj tak slabnúcu ekonomiku – prinajmenšom v Európe a Číne. V strednodobom horizonte je dokonca pravdepodobné, že bude ďalším faktorom ochladzovania ekonomickej aktivity, čo bude mať v konečnom dôsledku tlmiaci vplyv na infláciu.

Prečo však trhy vôbec očakávajú pomerne rýchle zníženie úrokových sadzieb, keď je inflácia stále príliš vysoká? Dôvodom je skutočnosť, že súčasná úroveň úrokových sadzieb centrálnej banky sa nachádza v tzv. reštriktívnom pásme. Centrálné banky zvyčajne stanovujú úroveň úrokových sadzieb vo vzťahu k tzv. neutrálnej úrokovej sadzbe, t. j. úrokovej sadzbe, ktorá v rovnovážnom stave ani nepodporuje, ani nespomaľuje infláciu. Úroková sadzba výrazne pod neutrálnou sadzbou teda infláciu zvyšuje, zatiaľ čo sadzba výrazne nad ňou ju spomaľuje. Problémom tejto koncepcie je, že

¹Postoj menovej politiky sa považuje za jastrabí, ak predpokladá sprísnenie menovej politiky napríklad zvýšením úrokových sadzieb alebo znížením bilancie centrálnej banky. Opačný postoj by bol holubičí.

neutrálna sadzba nie je priamo merateľná, ale môže sa len približne odhadovať. Centrálné banky by však mali mať dobrú predstavu o tom, aká je neutrálna sadzba pre ich príslušné ekonomiky. Odhad Fedu je v tejto súvislosti dokonca zverejnený. Aktuálne je na mediáne rozhodujúceho orgánu 2,5 %. S úrokovou sadzbou výrazne nad 5 % sa tak Fed dostal do reštriktívneho (t. j. rast a infláciu brzdiaceho) pásma. A aj keby bol vlastný odhad neutrálnej sadzby Fedu na úrovni 2,5 % príliš nízky, súčasná „bezpečnostná rezerva“ sa zdá byť dostatočne vysoká na to, aby sa dalo predpokladať, že menová politika v USA ochladzuje infláciu.

Vzhľadom na vysoko reštriktívnu menovú politiku je pokračujúca hospodárska sila USA prekvapujúca. Fed nedávno upravil svoje prognózy rastu smerom nahor, zatiaľ čo ECB ich pre eurozónu znížila. Z triezveho pohľadu je súčasná sila americkej ekonomiky okrem robustnej súkromnej spotreby poháňaná aj fiškálnymi opatreniami Bidenovej administratívy. V kontexte masívneho zvyšovania úrokových sadzieb možno súčasnú hospodársku slabosť eurozóny vysvetliť aj tým, že neexistuje žiadny výdavkový program porovnateľný s **Bidenomikou**². Zatiaľ čo hospodársku slabosť Nemecka nemožno vylúčiť, európske hospodárstvo ako celok sa zdá byť prekvapivo silné. Ak ochladenie inflácie poskytne ECB priestor na zníženie úrokových sadzieb v budúcom roku (čo je veľmi pravdepodobné), mala by sa oživiť hospodárska aktivita aj tu. Trhy očakávajú, že miera rastu HDP v eurozóne bude v roku 2024 podobná ako v USA. Hoci sa očakáva, že rast ziskov podnikov bude zaostávať za rastom amerických firiem, v budúcom a nasledujúcom roku by mal byť jednoznačne pozitívny. Podľa nášho názoru sa vyšší očakávaný rast ziskov v USA v porovnaní s eurozónou už odráža v ocenení príslušných trhov, keďže americké akciové indexy sú z hľadiska pomerov ceny k zisku (pomery P/E) v priemere stále ocenené výrazne vyššie ako ich európske náprotivky, ktoré sú ocenené relatívne lacno, a preto ponúkajú selektívne zaujímavé príležitosti na vstup.

Podľa nášho názoru to vytvára atraktívne príležitosti na vstup do portfólií s viacerými aktívami, t. j. portfólií, ktoré kombinujú akcie a dlhopisy s vyváženým rizikovým profilom. Dôvodom je prudký nárast výnosov dlhopisov. Tento vývoj na jednej strane poskytuje investorom zaujímavé kupónové platby a na druhej strane otvára potenciál možného zvýšenia cien dlhopisov, ak centrálné banky skutočne začnú znižovať úrokové sadzby. Vyššie výnosy tiež otvárajú pre investorov vyhliadky na to, že budú môcť (aspoň čiastočne) kompenzovať potenciálne cenové straty na akciách možnými cenovými ziskami na dlhopisoch.

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

²Hospodárska politika Bidenovej administratívy nazvaná Bidenomika (spojenie slov Biden a ekonomika) zahŕňa pomoc v boji proti pandémie COVID-19, investície do infraštruktúry a posilnenie sociálnej pomoci. Biden opísal svoju ekonomickú filozofiu na Twitteri v júni 2023: „Bidenomika je o raste hospodárstva od stredy a zdola nahor, nie zhora nadol.“

V centre pozornosti

India: najľudnatejšia krajina sveta sa (opäť) dostáva do centra pozornosti

Po počiatkových nádejach zo začiatku roka, že odklon čínskeho vedenia od „nulového covidu“ by mohol viesť k rýchlemu hospodárskemu oživeniu v krajine, boli investori v posledných mesiacoch sklamaní. Slabý globálny dopyt zasahuje čínske hospodárstvo závislé od vývozu, zatiaľ čo domáca spotreba a domáci trh s nehnuteľnosťami slabnú. Čínske politbyro proti tomu čoraz viac bojuje menovými a fiškálnymi stimulačnými opatreniami, aj keď zatiaľ s obmedzeným úspechom, aby opäť neminulo 5-percentný rastový cieľ, ktorý si stanovilo na tento rok. India, hosťiteľ nedávneho summitu **G20**³, ktorá dlho zostávala v tieni Číny a geopolitického napätia medzi Čínou a USA, sa vďaka pôsobivej ročnej miere rastu stáva čoraz dôležitejšou krajinou, najmä z hospodárskeho hľadiska. Investori by si mali všimnúť aj potenciál tejto krajiny.

VZOSTUP INDIE NA POZÍCIU DRUHEJ NAJVÄČŠEJ EKONOMIKY SVETA

Podľa štatistík OSN o počte obyvateľov má India 1,4 miliardy obyvateľov a nedávno predbehla susednú Čínu. Stala sa tak najľudnatejšou krajinou sveta, keďže Čína zápasí so starnutím a znižovaním počtu obyvateľov v dôsledku dlhodobej politiky jedného dieťaťa (pozri graf 1). Od polovice 90. rokov sa v Indii narodilo približne 375 miliónov ľudí. Toto číslo prevyšuje zodpovedajúcu skupinu v Číne takmer o 50 %. Sú to takzvané „demografické dividendy“⁴, čo pre krajinu otvára obrovský potenciál. Je samozrejmé, že samotné demografické trendy nestačia na predpovedanie budúceho hospodárskeho vývoja. Dynamický posun v populačnej dynamike medzi Čínou a Indiou však pravdepodobne nezostane bez vplyvu na svetové hospodárstvo, keďže rastúca populácia môže nepochybne podporiť hospodársky rast. Paralelne s rastom populácie zvyčajne dochádza k zmene pomeru medzi vidieckym a mestským obyvateľstvom. V Indii sa však miera urbanizácie⁵ vyvíja pomerne striedmo. India sa výrazne líši od Číny, kde už približne dve tretiny obyvateľov žijú v mestských oblastiach.

V porovnaní s hospodárskou silou Číny, ktorá je v posledných rokoch dominantným motorom svetového rastu, je indické hospodárstvo stále pomerne malé – HDP Číny je viac ako päťnásobne vyššie. Podľa Medzinárodného menového fondu (MMF) je však vzhľadom na mladú a rastúcu populáciu Indie pravdepodobné, že táto krajina v nadchádzajúcich desaťročiach zaznamená vyšší hospodársky rast ako Čína. V roku 2022 dosiahol hospodársky rast Indie takmer 7 %, zatiaľ čo v Číne len okolo 3 %. A prognózy MMF naznačujú, že krivka rastu Indie zostane v nasledujúcich rokoch stabilná (pozri graf 1). Svetová banka tiež očakáva, že India zostane v nasledujúcich rokoch najrýchlejšie rastúcou veľkou ekonomikou na svete. Do roku 2050 by sa táto krajina mohla stať druhou najväčšou ekonomikou na svete. India ako najväčší svetový výrobca generických liekov, t. j. liekov, ktorým vypršala patentová ochrana, je už teraz významným hráčom v globálnom farmaceutickom priemysle a zároveň zaujíma popredné miesto v oblasti informačných technológií. Mnohé ďalšie hospodárske odvetvia, ako je maloobchod a automobilový priemysel, sú však do značnej miery stále v plienkach.

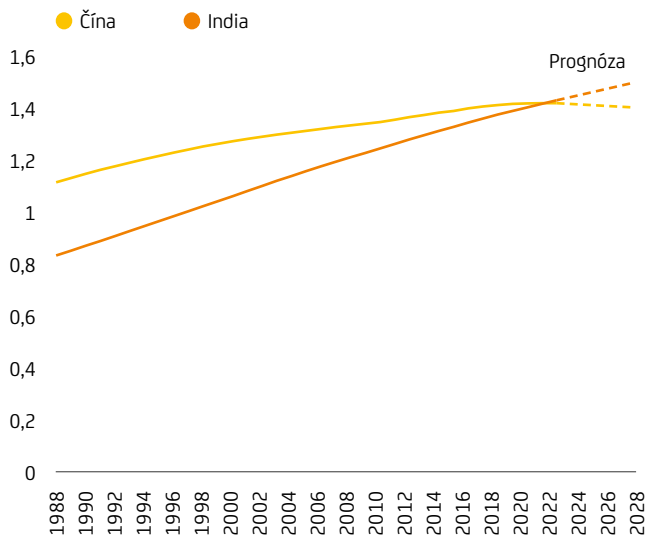
³ 18. summit predsedov vlád krajín G20 sa konal 9. a 10. septembra v Naí Dillí. Skupina G20 je neformálne zoskupenie 19 krajín, EÚ a Africkej únie, ktoré existuje od roku 1999 a zastupuje najdôležitejšie rozvinuté a rozvíjajúce sa krajiny.

⁴ „Demografická dividenda“ opisuje potenciálny ekonomický prínos, ktorý možno dosiahnuť prostredníctvom zmeny vekovej štruktúry krajiny v súvislosti s rozvojom.

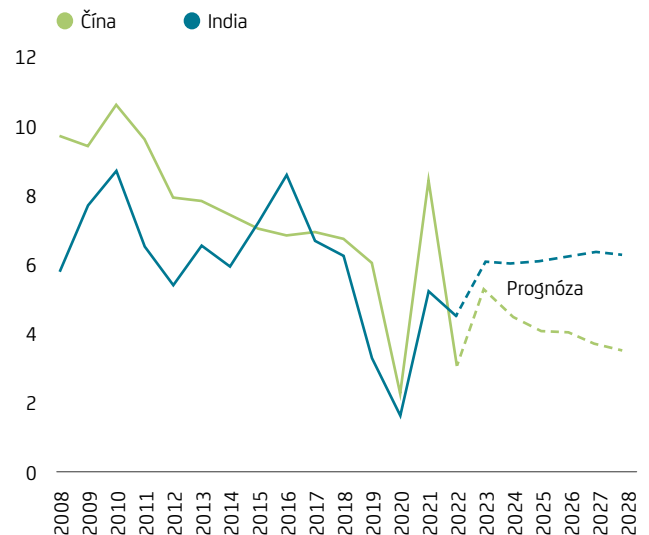
⁵ Miera urbanizácie vyjadruje podiel obyvateľov miest na celkovom počte obyvateľov. Vyššia úroveň urbanizácie často znamená rastúcu úroveň rozvoja.

1. INDIA NAHRADILA ČÍNU NA POZÍCII NAJĽUDNATEJŠEJ KRAJINY SVETA

VÝVOJ POČTU OBYVATEĽOV (V MLD.)



HOSPODÁRSKY RAST (REÁLNY HDP, % MEDZIROČNE)



Zdroj: Bloomberg, MMF, investičná stratégia skupiny UniCredit

INDIA (OPĀŤ) VZBUDILA ZÁJEM INVESTOROV

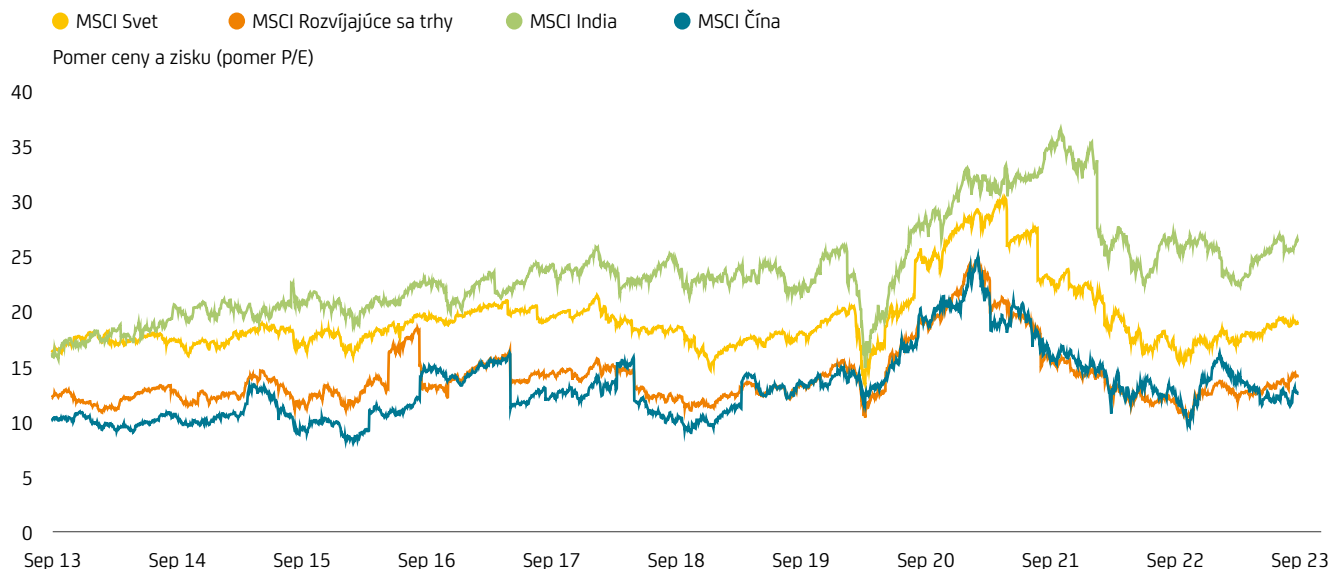
India na rozdiel od Číny nie je autokraciou, považuje sa za najväčšiu demokraciu na svete. Prostredníctvom série reforiem vytvoril premiér Naréन्द्रa Módi v posledných rokoch základ pre silný hospodársky rozvoj. Vďaka digitalizácii a modernizácii verejnej správy, debyrokratizácii štátneho aparátu a sérii investičných stimulov boli prijaté dôležité opatrenia na posilnenie podmienok pre rast. Krajina tiež dúfa, že bude profitovať zo skutočnosti, že čoraz viac spoločností na celom svete pracuje na diverzifikácii svojich dodávateľských reťazcov. Odolnosť krajiny proti globálnemu hospodárskemu spomaleniu v kombinácii so **stratégiou „Čína plus jeden“**⁶ mnohých medzinárodných spoločností by mala v krátkodobom a strednodobom horizonte ďalej prospievať indickému hospodárstvu. Zatiaľ čo Čína musí vzhľadom na hospodárske problémy znížiť výdavky na svoju tzv. Iniciatívu hodvábnej cesty, na okraji diania nedávneho samitu G20 bolo oznámené, že USA, Európa, India, Saudská Arábia a Spojené arabské emiráty plánujú nový obchodný koridor do Indie. Očakáva sa, že rozsiahla iniciatíva v oblasti infraštruktúry urýchli obchod medzi Európou a Indiou o približne 40 %.

India vzbudila (opätovný) záujem investorov, a to aj vďaka sľubným vyhladkam rastu. Zmes indických akcií – napríklad prostredníctvom ETF (fondy obchodované na burze) – môžu zväziť dlhodobí investori, najmä tí, ktorí doteraz do Ázie investovali nedostatočne. India ťaží zo súčasnej nálady, ktorá núti investorov čoraz viac hľadať alternatívy k Číne. Avšak indický akciový trh, meraný indexom **MSCI India**⁷, je v súčasnosti pomerne drahý s pomerom ceny k zisku (P/E) nad 25 po tom, ako sa koncom marca zotavil z tohtoročného minima (pozri graf 2). To – okrem expanzného potenciálu tejto krajiny – pravdepodobne súvisí aj so skutočnosťou, že indické spoločnosti sú vďaka svojmu zameraniu na miestny trh zrejme menej zraniteľné voči nepriaznivým globálnym vplyvom. Ceny indických akcií tento rok ťažili aj z obrovského prílevu kapitálu zo zahraničia.

⁶ Stratégia „Čína plus jeden“ sa týka obchodných a výrobných stratégií spoločností, ktoré uvažujú o znížení svojej závislosti od čínskych dodávateľských reťazcov a trhov investovaním alebo výrobou v aspoň jednej ďalšej krajine okrem Číny. Táto stratégia získala na dôležitosť, keď si spoločnosti uvedomili, že diverzifikácia ich dodávateľských reťazcov a trhov môže zmierniť riziká a zvýšiť ich flexibilitu a odolnosť.

⁷ Index MSCI India zahŕňa 115 spoločností, ktoré pokrývajú približne 85 % indického akciového trhu. Tvoria necelých 15 % z 24 krajín indexu MSCI. Rozvíjajúce sa trhy (pre porovnanie, pri indexe MSCI Čína je to približne 30 %).

2. INDICKÝ AKCIOVÝ TRH JE RELATÍVNE DRAHÝ



Poznámka: Minulé výkony, simulácie 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. V prípade investície v cudzej mene môžu výnosy stúpať alebo klesať aj v dôsledku menových výkyvov.

Zdroj: Bloomberg, MMF, Svetová banka, investičná stratégia skupiny UniCredit

Sledované obdobie: 15. 9. 2013 – 15. 9. 2023

Podobne ako iné rozvíjajúce sa trhy však aj India bojuje s dôsledkami globálnych klimatických zmien, voči ktorým je indická infraštruktúra a hospodárstvo, ktoré sú stále prevažne vidiecke a málo rozvinuté, nedostatočne odolné. Približne pol roka pred **parlamentnými voľbami v Indii**⁸ by sa pri zvažovaní investičných príležitostí na tomto subkontinente nemali ignorovať politické riziká. Ak by napríklad strana Bharatiya Janata Party (BJP) premiéra Naréndra Módího, ktorá má v súčasnosti absolútnu väčšinu, prišla o moc, mohlo by to priniesť neistotu a volatilitu na indický finančný trh. Módího znovuzvolenie sa však v súčasnosti javí ako pravdepodobnejší scenár. Kontinuita politického vedenia krajiny by prispela k stabilite Indie a bola by prospešná aj pre investičné prostredie.

⁸Parlamentné voľby sa budú konať od mája do júna 2024.

Makro a trhy

Fed a ECB medzi „jastrabou pauzou“ a „holubičím zvýšením sadzieb“

„JASTRABIA PAUZA“: FED ZACHOVÁVA ÚROVEŇ ÚROKOVÝCH SADZIEB A POTVRDZUJE DLHŠIE TRVAJÚCU REŠTRIKTÍVNU MENOVÚ POLITIKU

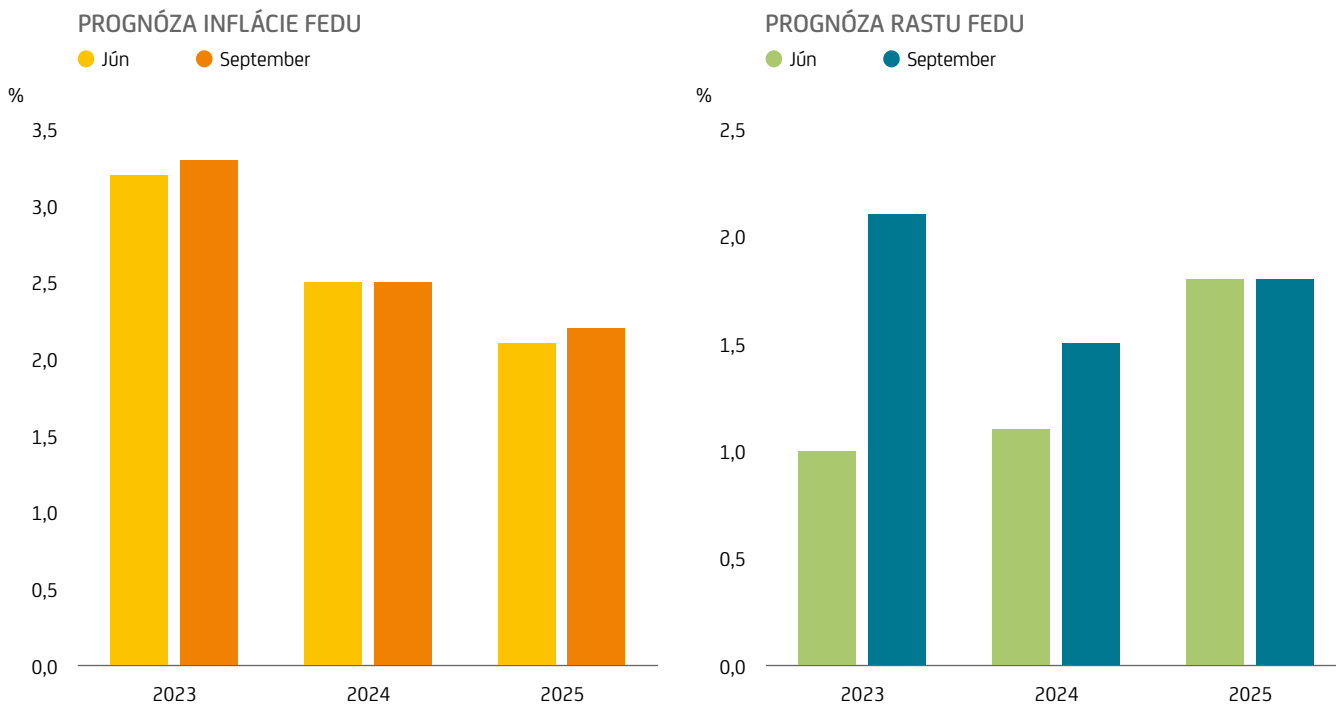
Na svojom poslednom zasadaní v septembri americká centrálna banka (Fed) ponechala svoju hlavnú úrokovú sadzbu (hornú hranicu) nezmenenú na úrovni 5,50 %. Finančné trhy však toto rozhodnutie interpretovali ako „jastrabiú pauzu“, keďže Fed dodatočne revidoval svoje prognózy rastu HDP v tomto a budúcom roku výrazne smerom nahor. Vzhľadom na silnú hospodársku aktivitu Fed v súčasnosti predpokladá, že úrokové sadzby budú musieť zostať na vysokej úrovni dlhšie, aby sa inflácia udržateľne vrátila k dvojpercentnému cieľu. Hoci takzvaný „bodový graf“ (výhľad úrokových sadzieb členov Fedu) stále poukazuje na jedno zvýšenie sadzieb v tomto roku, v porovnaní s júnovými projekciami centrálnej banky teraz ukazuje ďalšie dve zvýšenia v rokoch 2024 aj 2025 (t. j. každé o 50 bázických bodov). Okrem toho Rada pre menovú politiku Fedu (FOMC) v súčasnosti očakáva, že inflácia dosiahne cieleňú úroveň 2 % až koncom roka 2026, a to za predpokladu, že úrokové sadzby zostanú dovtedy reštriktívne. Podľa nášho názoru sa však tento cieľ pravdepodobne dosiahne skôr, keďže základné faktory spotrebiteľského rastu sa pravdepodobne ďalej zhoršia a americká ekonomika by mohla na prelome rokov sklúzať do miernej recesie, po ktorej by v roku 2024 nasledovalo slabé hospodárske oživenie. V takomto prostredí už Fed pravdepodobne dosiahol vrchol vývoja úrokových sadzieb. Naďalej predpokladáme, že Fed v budúcom roku zníži sadzby o 150 bázických bodov, a to od marca.

Zdá sa, že FOMC je sebavedomejší, pokiaľ ide o vyhladku „mäkkého pristátia“⁹ americkej ekonomiky. Rast HDP sa tak zvýšil o 1,1 percentuálneho bodu na 2,1 % na rok 2023 a o 0,4 percentuálneho bodu na 1,5 % na rok 2024 (pozri graf 3). Zatiaľ čo prvá z dvoch revízií smerom nahor odráža najmä lepšie údaje v tomto roku, revízia smerom nahor na budúci rok bola skôr prekvapením. Znížili sa aj prognózy miery nezamestnanosti na 3,8 % v tomto roku (z júnových 4,1 %) a na 4,1 % v budúcom roku (zo 4,5 %). Podľa nášho názoru je to príliš optimistické. Spotreba sa v nasledujúcich štvrtrokoch pravdepodobne spomalí v dôsledku znižujúcich sa nasporených rezerv (z nadmerných úspor), prísnejších úverových podmienok (zo strany bánk) a spomalenia rastu miezd. Fed tiež zvýšil svoju prognózu inflácie (**inflácia výdavkov na osobnú spotrebu**¹⁰) na tento rok, hoci len mierne na 3,3 % (z predchádzajúcich 3,2 %), zatiaľ čo prognózy na roky 2024 a 2025 zostali v podstate nezmenené.

⁹ Mäkké pristátie v hospodárskom cykle je proces, ktorým ekonomika prechádza z rastu k pomalému rastu a k prípadnej stagnácii, pričom sa blíži recesii, ale vyhýba sa jej.

¹⁰ Inflácia výdavkov na osobnú spotrebu meria zmenu cien tovarov a služieb nakupovaných súkromnými domácnosťami. Na rozdiel od bežného indexu spotrebiteľských cien zohľadňuje inflácia výdavkov na osobnú spotrebu aj zmeny v spotrebiteľských návykoch a zahŕňa väčší spotrebný koš.

3. FED VÝRAZNE ZVYŠUJE PROGNÓZY RASTU NA ROKY 2023 A 2024



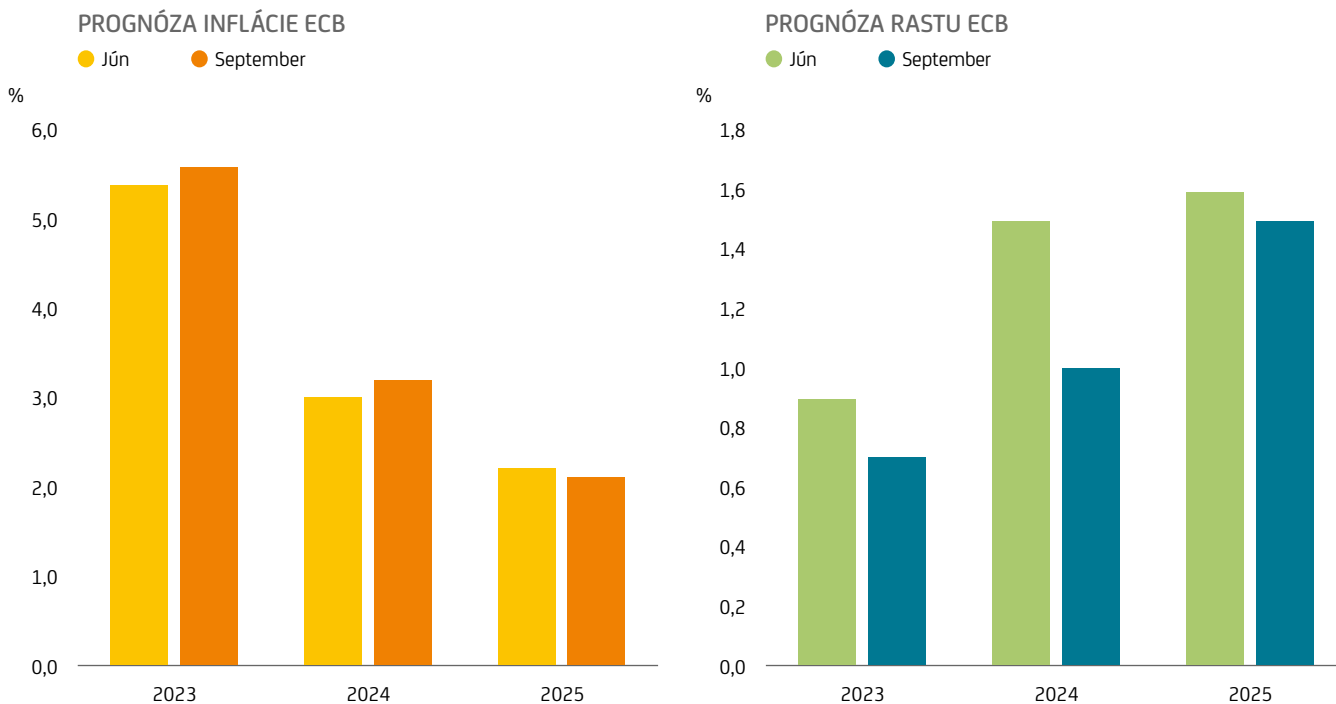
Zdroj: Federálny rezervný systém, BEA, BLS, Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

„HOLUBIČIE ZVÝŠENIE SADZIEB“ ECB ZVYŠUJE KLÍČOVÚ ÚROKOVÚ SADZBU A ZNIŽUJE VÝHLAD RASTU

Na septembrovom zasadnutí Európska centrálna banka (ECB) zvýšila svoje kľúčové úrokové sadzby o 25 bázických bodov a naznačila, že cyklus sprísňovania sa pravdepodobne skončil. Toto rozhodnutie je do značnej miery v súlade s našim hodnotením. Depozitná sadzba je teraz na úrovni 4 %, refinančná sadzba na úrovni 4,5 %. Rada guvernérov uznala, že intenzívne sprísňovanie menovej politiky (10 po sebe nasledujúcich zvýšení sadzieb) čoraz viac tlmí hospodársku aktivitu, a domnieva sa, že úrokové sadzby v súčasnosti dosiahli „úroveň, ktorá, ak sa udrží dostatočne dlhé obdobie, výrazne prispieje k včasnému návratu inflácie na cieľovú úroveň“. Podľa nášho názoru bolo rozhodnutie o ďalšom zvýšení úrokových sadzieb vyvážené: na jednej strane „jastrabi“ dostali svoje zvýšenie sadzieb, na druhej strane „holubice“ dostali signál, že úrokové sadzby pravdepodobne dosiahli svoj vrchol. O znižovaní bilancie centrálnej banky a budúcnosti programu nákupu dlhopisov neboli žiadne správy. Celkovo finančné trhy prijali rozhodnutie ECB ako „holubičie“ (t. j. „mäkké“ z hľadiska menovej politiky), napriek zvýšeniu úrokových sadzieb. Čo sa týka nášho výhľadu úrokových sadzieb, naďalej očakávame dlhú fázu, v ktorej úrokové sadzby pravdepodobne zostanú na súčasnej úrovni, s prvým znížením sadzieb v polovici roka 2024.

Okrem rozhodnutia o úrokových sadzbách ECB zverejnila aj nové prognózy inflácie a hospodárskeho rastu v eurozóne (graf 4). Podľa očakávania sa prognóza HDP výrazne znížila, a to celkovo o 0,8 percentuálneho bodu počas trojročného obdobia (od roku 2023 do roku 2025). Väčšina revízie smerom nadol pripadá na druhú polovicu roka 2023, v ktorej ECB očakáva, že ekonomika bude do veľkej miery stagnovať. V dôsledku prenosov to má najväčší vplyv na priemernú hodnotu na rok 2024 (ktorá sa znížila z 1,5 % na 1,0 %). Tento slabší rast zníži vývoj jadrovej inflácie kumulatívne o 0,2 percentuálneho bodu, pričom tento vplyv bude rovnomerne rozložený do rokov 2024 a 2025. Prognóza ECB týkajúca sa celkovej inflácie bola na nasledujúcich niekoľko štvrtrokov upravená smerom nahor v dôsledku predpokladov o vyšších cenách energií, pričom vývoj na konci horizontu prognózy je teraz o niečo slabší ako v júni (predposledné zverejnenie prognózy), pričom sa očakáva, že inflácia klesne na cieľovú úroveň 2 % v druhej polovici roka 2025. Celkovo sa prognóza inflácie na rok 2025 znížila z 2,2 % na 2,1 %, zatiaľ čo na roky 2023 a 2024 sa zvýšila na 5,6 % (z 5,4 %) a 3,2 % (z 3,0 %). Celkovo ECB vidí vo výhľade rastu eurozóny riziká strát, zatiaľ čo riziká pre infláciu sú pomerne nejasné. Podľa nášho názoru ECB vzhľadom na ekonomickú slabosť eurozóny pravdepodobne preceňuje inflačné riziká neistého rastu. Aj v takom prípade by však mal byť vývoj inflácie v súlade s hodnotením ECB o dlhodobu vysokých úrokových sadzbách.

4. ECB MIERNE ZVYŠUJE PROGNÓZU INFLÁCIE, ALE VÝRAZNE ZNIŽUJE VÝHLAD RASTU



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

ČÍNA: SLABNÚCE HOSPODÁRSTVO VYKAZUJE LEN MÁLO ZNÁMOK OŽIVENIA, SÚ POTREBNÉ ĎALŠIE PODPORNÉ OPATRENIA

Najnovšie zverejnené údaje naznačujú, že Čína možno dosiahla dno svojho hospodárskeho spomalenia. Medziročný rast priemyselnej výroby sa v auguste zrýchlil na 4,5 % (z 3,7 % v predchádzajúcom mesiaci), čím prekonal konsenzuálnu prognózu 3,9 %. Maloobchodné tržby prekvapili ešte viac, keď medziročne vzrástli na 4,6 % (z 2,5 % v predchádzajúcom mesiaci). Konsenzuálna prognóza tu bola len 3,0 %. Výrazný rast bol čiastočne spôsobený zvýšením výdavkov na pohonné hmoty a šperky. Napriek týmto prekvapivo lepším ekonomickým údajom si myslíme, že je ešte priskoro hovoriť o oživení. Výroba a spotreba zostávajú pod úrovňou historických trendov, a to aj po publikovaní najnovších údajov. Najmä sektor nehnuteľností sa stále nachádza vo fáze výraznej slabosti, a tak citeľne zatažuje celkový hospodársky rast. Nedávne vládne stimulačné opatrenia by mali podporiť rast, hoci očakávame, že na dosiahnutie 5-percentného rastového cieľa čínskej vlády pre tento rok budú potrebné ďalšie fiškálne stimuly.

Najväčším ekonomickým rizikom je podľa nášho názoru to, či sú plánované podporné opatrenia vlády dostatočne rozsiahle a včasné. Dôvodom je, že akákoľvek politika stimulov bude musieť kompenzovať viaceré negatívne súvisiace faktory. Napríklad čínske domáce cestovanie, ktoré cez leto podporilo ekonomickú aktivitu v sektore služieb, skončí s koncom školských prázdnin. Okrem toho transakcie na trhu s obytnými nehnuteľnosťami v menších mestách nevykazujú pozitívny vývoj, ktorý možno pozorovať v niektorých veľkých mestách. Inými slovami, realitný sektor zatiaľ nevykazuje žiadny trend všeobecného zlepšovania. Očakávané opatrenia v oblasti politiky sa pravdepodobne dotknú tak menovej, ako aj fiškálnej oblasti. Očakávame, že čínska centrálna banka (Ľudová banka Číny) do konca roka ďalej zníži sadzby strednodobej úverovej linky a pomer povinných minimálnych rezerv. Pokiaľ ide o fiškálnu stránku, je veľmi pravdepodobné, že vládne výdavky na projekty infraštruktúry sa zrýchlia, aby sa naplnil stanovený rozpočet. Okrem toho vláda pravdepodobne výrazne zvýši kvótu pre špeciálne dlhopisy vydávané miestnymi samosprávami na financovanie veľkých projektov.

Alokácia aktív – ako spravujeme náš mandát portfólia

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

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

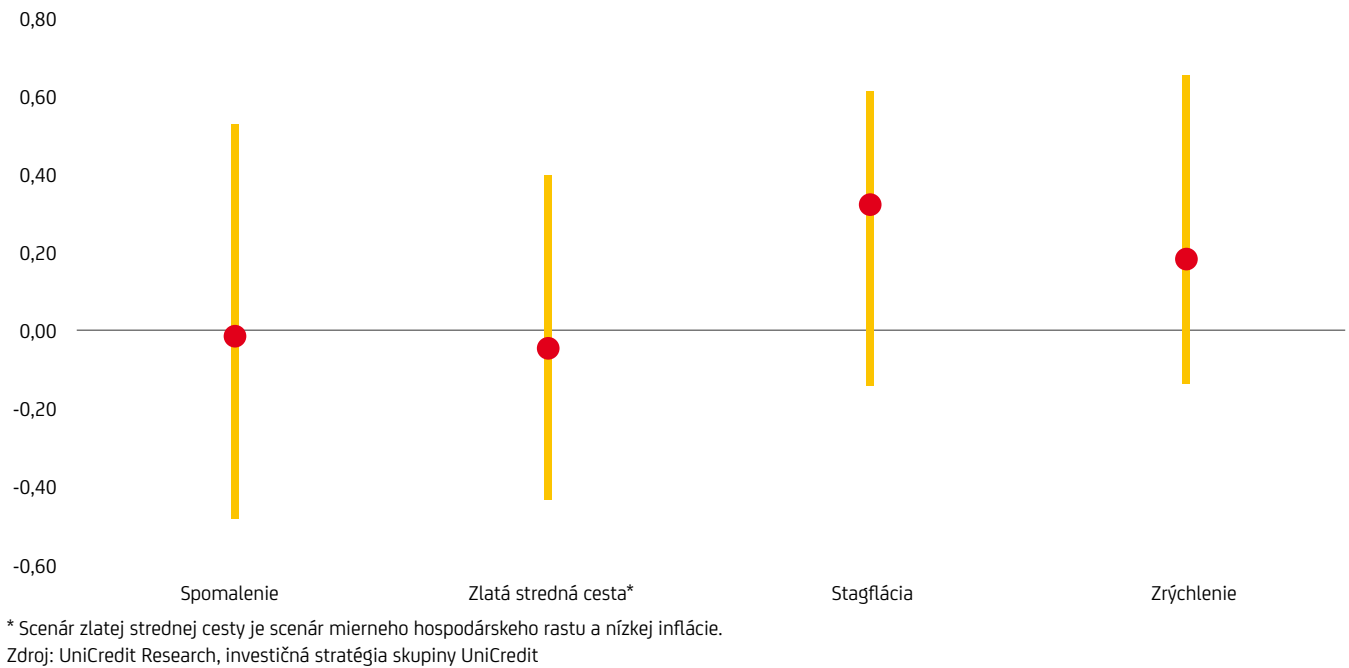
Zhoršenie globálneho hospodárskeho rastu a očakávanie poklesu inflácie v tomto roku a začiatkom budúceho roka v kombinácii s nedávnym nárastom výnosov dlhopisov nás vedú k tomu, aby sme zopakovali naše silné zameranie na vysokokvalitné dlhopisy, najmä štátne dlhopisy.

K dlhodobým akciám zachováваме konštruktívny postoj, ale zostávame defenzívni, keďže akcie budú pravdepodobne musieť čeliť náročným makroekonomickým podmienkam. Vzhľadom na ich tohtoročné zhodnotenie predstavujú akcie krátkodobé asymetrické riziká.

Vysokokvalitné dlhopisy by mali zohrávať úlohu makroekonomického zabezpečenia oproti akciám a ponúkať vyššie diverzifikačné výhody (t. j. negatívnu koreláciu) v našom základnom makroekonomickom scenári „spomalenie“, ktoré už prebieha v eurozóne a Číne, s doteraz veľmi výraznou výnimkou v podobe USA.

Musíme však zdôrazniť rastúce riziko scenára „stagflácie“, hoci to nie je náš hlavný scenár. V takomto scenári, ktorý je podporovaný nedávnym nárastom cien ropy v dôsledku obmedzenia jej dodávok, zanikne diverzifikačná výhoda dlhopisov (keďže medzi dlhopismi a akciami bude pravdepodobne existovať pozitívna korelácia).

5. DVANÁŠTĚSAČNÁ KORELÁCIA MEDZI AKCIAMI A DLHOPISMI

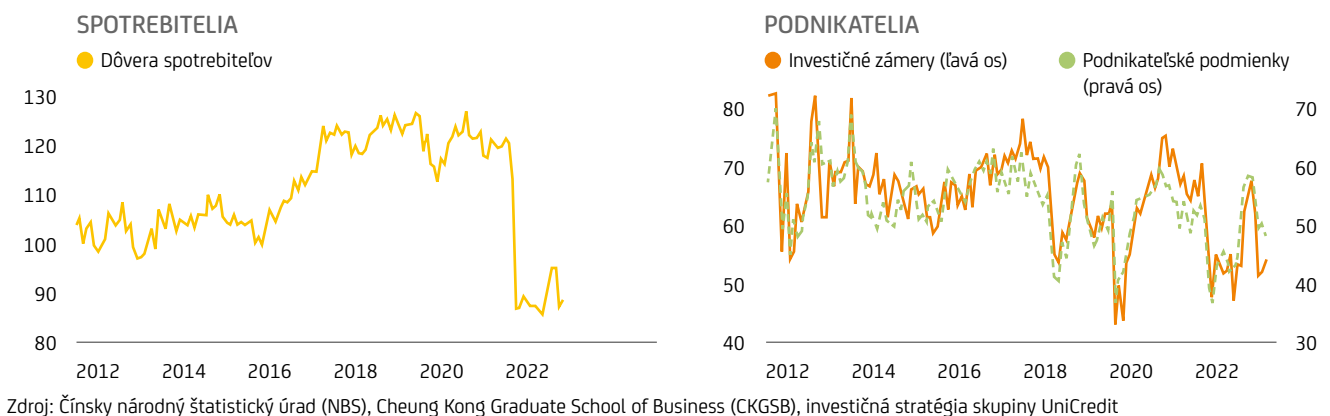


Pokiaľ ide o alokáciu regionálnych akcií, potvrdzujeme náš neutrálny postoj k americkým akciám vzhľadom na stabilnú ekonomiku a odolné zisky podnikov. Existuje však neistota, čo sa týka rozsahu hospodárskeho spomalenia v nasledujúcich mesiacoch. Vysoké ocenenie akcií robí túto triedu aktív zraniteľnou v prípade oslabenia ekonomiky.

Vo vzťahu k európskym akciám zostávame neutrálni vzhľadom na nevýrazný rast, reštriktívnu ECB a zraniteľnosť voči rastúcim cenám ropy a plynu. Táto trieda aktív však ponúka dobré príležitosti pre investorov orientovaných na hodnotu a kvalitu.

Potvrdzujeme tiež našu neutrálnu pozíciu v prípade rozvíjajúcich sa trhov. Čínske hospodárstvo prechádza štrukturálnym (starnutie obyvateľstva a nízka produktivita verejného sektora) a cyklickým (kríza v oblasti nehnuteľností) spomalením. Spotrebiteľská a podnikateľská dôvera je silne oslabená krízou v oblasti nehnuteľností, ktoré tvoria približne 70 % súkromného majetku a 25 % HDP.

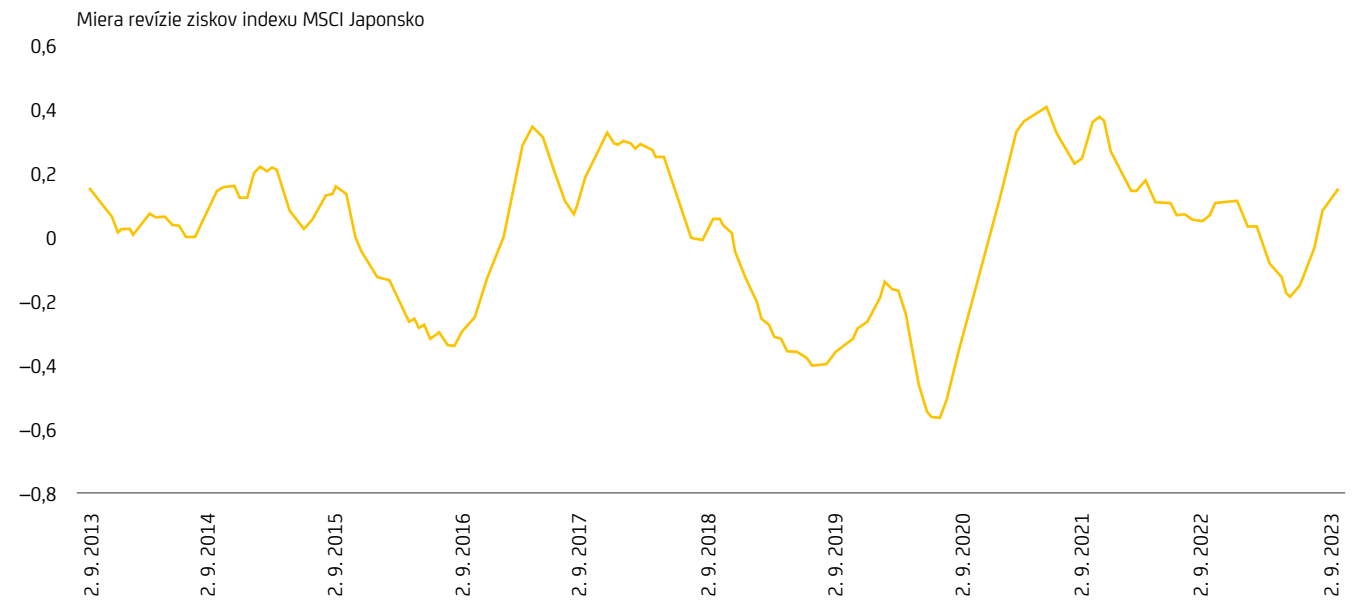
6. KRÍZA NA TRHU S NEHNUTEĽNOSŤAMI V ČÍNE MÁ NEGATÍVNY VPLYV NA DÔVERU SPOTREBITEĽOV A PODNIKATEĽOV



Lepšie vyhliadky vidíme pre Indiu, ktorá ťaží z rastu svojej spotreby a z ústupu zahraničných investorov z Číny, a pre Brazíliu vzhľadom na očakávanie nižších sadzieb, keďže inflácia klesá a fiškálne opatrenia sú pravdepodobné. Celkovo sú ocenenia pre akcie rozvíjajúcich sa trhov lacné. Dôrazne sa odporúča starostlivý výber krajín a sektorov.

Nadalej udržujeme nadvážený postoj k japonským akciám, ktoré sa v súčasnosti dobre umiestňujú z hľadiska pomeru revízie ziskov (pozri graf 7 nižšie), zatiaľ čo nárast inflácie zatiaľ Bank of Japan (BoJ) príliš neznepokojuje. Solídny rast miezd a rastúca inflácia – s nízkym krátkodobým rizikom reštriktívnejšej politiky BoJ a zhodnocovania jenu – sú pozitívnymi faktormi pre Japonsko, ktoré sa dostáva z dlhých fáz deflácie. Okrem toho rastúce zisky podnikov a reforma tokijskej burzy podporujú intenzívnu aktivitu spätného odkupovania akcií.

7. MIERA REVÍZIE JAPONSKÝCH ZISKOV SA ZLEPŠUJE



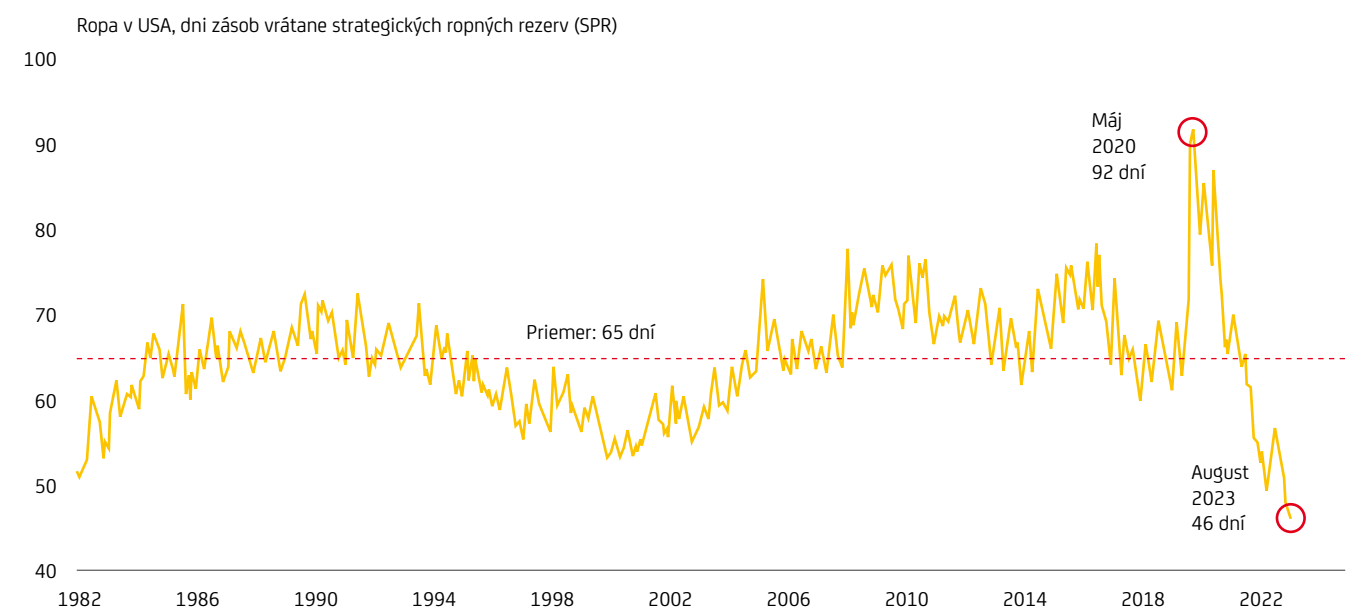
Zdroj: MSCI, Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit
Sledované obdobie: 2. 9. 2013 – 2. 9. 2023

Pokiaľ ide o alokáciu dlhopisov, okrem uprednostňovania vysokokvalitných dlhopisov, ako sú štátne a podnikové dlhopisy investičného stupňa, sa držíme nášho neutrálneho postoja k dlhopisom rozvíjajúcich sa trhov. Ponúkajú atraktívne výsledky a budú profitovať z procesu uvoľňovania úrokových sadzieb, ktorý už prebieha v niektorých dôležitých krajinách, napríklad v Brazílii. Zostávame selektívni a vyhýbame sa krajinám s vysokým zahraničným dlhom a deficitom bežného účtu.

Zostávame opatrní pri podnikových dlhopisoch s vysokým výnosom, ktorých rozpätia ešte úplne nezohľadňujú ekonomické spomalenie. Táto trieda aktív má tiež menej likvidity.

Čo sa týka komodít, ceny ropy v krátkodobom horizonte podporuje najmä obmedzenie ponuky v dôsledku zníženia produkcie zo strany OPEC+, nízke zásoby, ale aj rastúci dopyt v dôsledku opätovného otvorenia Číny

8. ZÁSOBY ROPY V USA NA 40-ROČNOM MINIME



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

Pokiaľ ide o americký dolár, v krátkodobom horizonte ho podporuje vynikajúci rast USA v porovnaní so spomalením v Číne a eurozóne.

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

Slabnúca makroekonomická dynamika, 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

Robustný, hoci už slabnúci trh práce, odolnosť príjmov, ale neistota v súvislosti s rozsahom hospodárskeho spomalenia. Nadmerná koncentrácia trhu v indexe S&P500.

NEUTRÁLNY K AKCIÁM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

Oživenie v Číne stráca na sile a očakávame ďalšie ciele menové a fiškálne uvoľňovanie. 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.

ZVÝŠENIE VÁHY 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 podporuje našu preferenciu „vysokokvalitných dlhopisov“, ako sú podnikové dlhopisy investičného stupňa v eurách a štátne dlhopisy.

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.

ZNÍŽENIE VÁHY K PODNIKOVÝM DLHOPISOM S VYSOKÝM VÝNOSOM

Rozpätia v tejto triede aktív ešte plne nezohľadňujú možné 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.

ZVÝŠENIE VÁHY 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 dekorrelácie, zatiaľ čo reálne aktíva ťažia zo svojej úlohy zabezpečenia proti inflácii.

NEUTRÁLNY KU KOMODITÁM

Ceny ropy podporuje nedostatočná ponuka. 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.

Stĺpčky

Miestni investiční riaditelia v dialógu s klientmi

Odpovede z Talianska

MALI BY SME SA OBÁVAŤ NEDÁVNEHO NÁRASTU CIEN ROPY?

Od nedávnych júnových miním sa cena ropy zvýšila približne o 20 USD. Dôvodov je viacero, a to tak na strane ponuky, ako aj dopytu. Z hľadiska ponuky prekvapilo zníženie produkcie ropy v rámci dohôd OPEC+. To ukázalo pevné presvedčenie Saudskej Arábie a Ruska, hlavných vývozcov ropy, zastaviť pokles ceny ropy, ktorá je kľúčovou veličinou pre stabilitu ich ekonomických systémov. Okrem toho v USA, ktoré sú vďaka nekonvenčným metódam ťažby (bridlicová ropa) popredným svetovým producentom, bol nárast ťažby veľmi nízky a počet aktívnych ťažobných zariadení sa od začiatku roka znížil o 100 jednotiek (počet k 15. septembru: 515). Tieto faktory vyvolali pochybnosti o perspektívnej schopnosti udržať súčasnú úroveň produkcie. Čo sa týka strany dopytu, dopyt v USA je naďalej silný, keďže hospodársky rast bol odolnejší, než sa očakávalo, čo spôsobilo pokles zásob. V Ázii je Čína, najväčší svetový spotrebiteľ, aj naďalej svedkom vysokého dopytu, a to aj napriek nevýraznej fáze reálneho cyklu. Medzitým spotreba v Indii (tretí najväčší spotrebiteľ na svete po USA) zaznamenáva neustály a výrazný rast. Na základe tohto scenára je ťažké si predstaviť výraznú korekciu ceny ropy. Najdôležitejšie však je, či sa dočkáme nového zrýchlenia inflácie a či tento pohyb bude mať dlhodobé následky. V skutočnosti hrozí, že centrálné banky sa budú musieť opäť vydať cestou zvyšovania sadzieb, aby čelili fenoménu inflácie, čo bude mať následne negatívny vplyv na trh s dlhopismi. Krátkou odpoveďou na túto otázku je, že sa domnievame, že toto riziko, riziko stagflácie (hrozná kombinácia nízkeho rastu a vysokej inflácie!), je malé.

Konkrétne, Fed a ECB prešli do vyčkávacieho režimu, keďže inflácia zostáva nad cieľovou hodnotou, ale neustále klesá. Pokles ceny ropy bol určite jedným z hlavných ťahúnov znižovania celkovej miery inflácie a prostredníctvom transmisných efektov aj miery inflácie očistenej o zložky energií a potravín (obzvlášť volatilné prvky) – tzv. „jadrovej“ inflácie. Práve tá sa považuje za spoľahlivejšiu pre pochopenie budúceho vývoja inflácie. Nedávny pohyb cien ropy bude mať teda určite vplyv na posun celkovej miery inflácie smerom nahor. Nesmieme však zabúdať, že fenomén dvojciferej inflácie po COVIDE spôsobili dve mimoriadne udalosti: narušenie globálnych výrobných a distribučných reťazcov a ruská invázia na Ukrajinu. Preto jednoduché zvýšenie ceny ropy v súčasnom „normálnom“ kontexte pravdepodobne nebude mať také ničivé a dlhodobé účinky na dynamiku cien. Okrem toho v „jadrovej“ inflácii sú najvýznamnejšou zložkou náklady na bývanie, ktoré v USA zaznamenávajú výrazný a dlhotrvajúci pokles. To by mohlo vyrovnať alebo viac ako kompenzovať nárast cien ropy. Túto interpretáciu podporuje aj očakávaná miera inflácie (vypočítaná ako rozdiel výnosov nominálnych štátnych dlhopisov a štátnych dlhopisov s ochranou pred infláciou), ktorá v posledných mesiacoch vykazuje značnú stabilitu. Tieto úvahy nás vedú k potvrdeniu jednej z našich hlavných investičných téz, podľa ktorej sú dlhopisy s dobrým ratingom (štátne dlhopisy a podnikové dlhopisy s ratingom vyšším ako BBB) investíciou, ktorá kombinuje dobré potenciálne výnosy so schopnosťou obrany v prípade výraznejšieho hospodárskeho spomalenia.

Odpovede z Rakúska

TERMÍNOVANÉ VKLADY ALEBO INVESTOVANIE DO CENNÝCH PAPIEROV?

Centrálne banky už viac ako rok bojujú proti prudkému rastu inflácie rôznymi opatreniami menovej politiky. Najnovší krok ECB v oblasti úrokových sadzieb je dobrou správou pre sporiteľov. Od polovice minulého roka zvýšila úrokové sadzby už po desiaty raz a depozitnú sadzbu, ktorú komerčné banky dostávajú od centrálnej banky za úschovu prebytočných prostriedkov, zvýšila na novú rekordnú úroveň 4 %. Ide o najvyššiu úroveň od zavedenia menovej únie v roku 1999.

Mnohí odborníci očakávajú, že úrokové sadzby sa zastavia a dosiahnu svoj vrchol. Táto úroveň úrokových sadzieb predstavuje pre sporiteľov atraktívne prostredie a začína sa diskutovať o tom, či by nebolo zaujímavejšie namiesto investovania do cenných papierov vložiť úspory na termínované vklady. Minulý rok však mnohých investorov znepokojil, pretože ukázal, že aj štátne dlhopisy môžu niekedy stratiť viac ako 10 %. Takéto straty cien dlhopisov v takomto rozsahu sme za posledných 50 rokov nezažili, čo malo negatívny vplyv na výkonnosť mnohých portfólií. Okrem toho mnohých investorov znepokojuje veľká neistota, ako sa bude vyvíjať inflácia a ekonomika v eurozóne. Je v súčasnosti vhodné zabezpečiť si vysoké úrokové sadzby investovaním do termínovaných vkladov, alebo je lepšou voľbou diverzifikovaná investícia do cenných papierov?

Na prvý pohľad sa úrokové sadzby na termínovaných vkladoch zdajú byť zaujímavé a ponúkajú alternatívu k investovaniu do cenných papierov. Riziko reinvestície po skončení platnosti dohody o úrokových sadzbách sa však zdá byť značné. Prvé zníženie úrokových sadzieb, ku ktorému môže dôjsť o rok, by mohlo mať negatívny vplyv na reinvestičné prostredie. Včasná využitia príležitostí na kapitálovom trhu je ťažké posúdiť z hľadiska vstupu. Výnosy mnohých dlhopisov sú však v súčasnosti opäť veľmi atraktívne v dôsledku dramatického rastu úrokových sadzieb. Nezanedbateľná časť ponuky štátnych dlhopisov v pásme päťročných splatností je opäť nad aktuálnymi inflačnými očakávaniami zahrnutými do cien, a tak sú v najbezpečnejšom zo všetkých segmentov opäť možné kladné reálne výnosy (výnosy mínus miera inflácie). S istotou možno hovoriť o novej ére. Už len z tohto pohľadu konečnej splatnosti sa dlhopisy stali opäť zaujímavými. Ak sa hospodársky rast zhorší, ožije aj možnosť poklesu výnosov. Cenové zisky, ktoré sú takto možné, môžu slúžiť aj ako rezerva proti prípadnému poklesu cien rizikovejších investícií, najmä v zmiešaných stratégiách – s akciami aj dlhopismi. Rizikom však je, že rastúce výnosy budú naďalej zaťažovať ceny dlhopisov. Podľa nášho názoru cyklus zvyšovania sadzieb už značne pokročil, preto tento scenár považujeme za málo pravdepodobný. Toto prostredie sme v lete využili na investovanie likvidity vytvorenej začiatkom roka do európskych štátnych dlhopisov. Malá časť bola investovaná aj do globálnych dlhopisov (dlhopisy vyspelých krajín mimo eurozóny). Tento krok nám umožňuje viac profitovať z prípadného poklesu výnosov. Atraktívne úrovne výnosov sme si zafixovali na dlhšie obdobie, než by bolo možné pri záväzku na peňažnom trhu.

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

Odpovede z Nemecka

STÁVA SA PRUDKÝ NÁRAST VÝSTAVBY NOVÝCH TOVÁRNÍ V USA ZDROJOM OBÁV PRE FED?

V USA sa Bidenova administratíva snaží znížiť ekonomickú závislosť od zahraničia, zvýšiť odolnosť globálnych hodnotových reťazcov, urýchliť zelenú transformáciu a oživiť priemyselné regióny, ktoré boli tvrdo zasiahnuté globalizáciou a technologickým pokrokom. Na rozdiel od predchádzajúcich období (agresívneho) sprísňovania menovej politiky zažíva výroba v USA mimoriadny rozmach výstavby nových výrobných zariadení vďaka vhodnej regulačnej a fiškálnej politike (napríklad zákon o investíciách do infraštruktúry a zamestnanosti, zákon CHIPS, ako aj zákon o znížení inflácie) a štedrým dotáciami. Výrobné výdavky na výstavbu sa od začiatku roka 2022 rýchlo zvyšovali, najmä v oblasti výroby počítačov, elektroniky a elektrotechniky, kde sa podľa údajov amerického ministerstva financií reálne výdavky na výstavbu v tomto období zvýšili takmer štvornásobne.

Hoci silný hospodársky rast v USA v poslednom období bol pravdepodobne spôsobený predovšetkým silnou súkromnou spotrebou (a nie opatreniami americkej vlády v oblasti priemyselnej politiky), tieto opatrenia nesú so sebou riziko odpojenia investičných rozhodnutí podnikov od hospodárskeho cyklu. V tomto ohľade môže byť nedávny rozmach výstavby nových tovární príznakom širšieho javu, ktorý by mohol skomplikovať úlohu Fedu pri obmedzovaní inflácie tým, že v strednodobom horizonte rozšíri výrobnú kapacitu ekonomiky (s dezinflačnými účinkami), ale v krátkodobom horizonte zvýši dopyt (s inflačnými účinkami). Ak budú firmy chcieť využiť existujúce fiškálne stimuly a expandovať, americký trh práce sa môže ochladiť pomalšie, ako sa očakávalo. Nemožno vylúčiť, že menová politika Fedu bude musieť v tomto kontexte zostať dlhšie reštriktívna, najmä preto, že rozširovanie domácich výrobných kapacít ide potenciálne na úkor zvyšovania efektívnosti v dôsledku medzinárodného obchodu a špecializácie – a priemyselná politika by mohla v strednodobom horizonte vytvárať inflačné tlaky aj takýmto spôsobom.

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

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	22. 9. 22	22. 9. 18	22. 9. 19	22. 9. 20	22. 9. 21	22. 9. 22	22. 9. 18	1. 1. 23
Do	22. 9. 23	22. 9. 19	22. 9. 20	22. 9. 21	22. 9. 22	22. 9. 23	22. 9. 23	22. 9. 23
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	18,2	2,7	9,2	33,7	-17,4	18,2	45,9	12,5
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	7,8	1,4	9,5	19,3	-24,5	7,8	5,7	3,3
MSCI USA (v USD)	16,8	4,1	14,8	35,4	-15,2	16,8	60,3	14,2
MSCI Európa (v EUR)	17,4	6,6	-7,4	32,7	-9,3	17,4	37,9	10,2
MSCI AC Ázia Tichomoríe (v USD)	11,8	-0,2	10,2	19,4	-24,0	11,8	10,2	5,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	17,2	6,5	-5,8	33,0	-10,9	17,2	37,5	9,8
DAX 40 (Nemecko v EUR)	24,1	1,2	2,0	23,1	-19,2	24,1	25,2	11,7
MSCI Taliansko (v EUR)	38,0	8,4	-15,4	36,3	-9,6	38,0	53,9	25,3
ATX (Rakúsko, v EUR)	16,9	-5,8	-29,2	76,1	-17,8	16,9	12,0	5,9
SMI (Švajčiarsko, in CHF)	10,3	15,5	7,1	17,8	-10,5	10,3	42,9	5,9
S&P 500 (USA, v USD)	16,9	4,2	13,0	34,6	-13,2	16,9	60,8	13,9
Nikkei (Japonsko, v JPY)	22,0	-4,7	8,0	29,0	-6,6	22,0	50,1	25,7
CSI 300 (Čína, v yuanoch)	-0,9	21,7	21,6	5,9	-18,1	-0,9	22,0	-1,2
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	-2,3	15,7	13,3	-3,5	-17,4	-2,3	2,4	-1,9
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-1,1	10,3	8,7	-2,4	-13,7	-1,1	0,1	-1,0
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	3,1	12,8	8,6	2,9	-17,7	3,1	7,3	1,6
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-3,5	11,1	-0,6	-1,2	-18,2	-3,5	-13,6	1,0
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-2,8	10,5	0,6	-0,6	-16,9	-2,8	-10,4	0,6
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	2,6	5,8	0,3	2,0	-15,0	2,6	-5,5	2,7
Výnosy dlhopisov (zmena v bázičkých bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	72	-131	-104	67	238	72	136	60
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	79	-115	-127	42	309	79	183	61
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	53	-109	-99	2	339	53	181	44
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	73	-100	8	18	230	73	225	14
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	83	-103	-3	13	243	83	228	25
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	37	-80	11	-19	358	37	306	9
Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičkých bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-28	6	18	-47	58	-28	7	-18
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-98	56	161	-236	182	-98	68	-86
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-40	2	-1	-17	92	-40	36	-9
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-127	-1	115	-170	256	-127	77	-73
Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičkých bodoch)								
Libor (USD, 3 mesiace)	202	-23	-188	-9	351	202	329	89
Euríbor (EUR, 3 mesiace)	284	-7	-11	-4	166	284	428	183
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (EUR-USD)	7,7	-6,3	6,9	-0,1	-15,7	7,7	-9,5	-0,2
Britská libra (EUR-GBP)	-0,5	-0,4	3,8	-6,3	1,5	-0,5	-2,9	-2,1
Švajčiarsky frank (EUR-SFR)	-0,4	-3,3	-1,3	0,7	-10,5	-0,4	-14,1	-2,0
Japonský jen (EUR-JPY)	13,4	-9,8	4,0	4,7	8,3	13,4	19,2	12,2
Komodity (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	14,9	24,4	21,5	-7,7	-6,4	14,9	52,9	5,5
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-0,5	-3,5	4,5	43,2	-14,5	-0,5	18,3	-8,5
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	15,4	24,9	24,8	-6,7	-6,0	15,4	60,9	6,2
Ropa (Brent, v USD za barel)	3,3	-17,5	-35,1	82,7	18,4	3,3	18,4	9,9

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 22. 9. 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, nákresov, 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 22. septembru 2023.



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



Adresa
Šancová 1/A,
813 33 Bratislava



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions