

# Mesačník o kapitálovom trhu

## Začiatok konca?

Uprostred turbulentného začiatku roka 2022 na kapitálovom trhu sa jednej správe dostalo prekvapivo málo pozornosti: Celosvetovo uznávané prognostické modely Washington State University, týkajúce sa covidu 19, predpovedajú vo februári a marci extrémne rýchly, takmer náhly pokles výskytu infekcií v mnohých krajinách. Že by to bol začiatok konca pandémie?

Pre výrazne vyššiu kontrolu nad šírením covidu 19 v priebehu tohto roka hovorí prinajmenšom niekoľko pádných argumentov: V dôsledku (obnovenej) vakcinácie a enormne vysokého počtu infikovaných v posledných týždňoch je populácia pravdepodobne silne imunizovaná. To sťažuje presadenie nových variantov. Pokrok v medicíne umožňuje čoraz rýchlejšie prispôbovanie vakcín budúcim variantom. Okrem toho znižujú nové účinné lieky riziko úmrtia v prípadoch s ťažkým priebehom ochorenia. Takže koniec dobrý, všetko dobré? Lenže pri pohľade na kapitálové trhy sa svet predsa len nezdá byť taký jednoduchý, čo by malo byť zrejme z nasledujúcich otázok.

Znamená potenciálne sploštenie pandemickej krivky aj začiatok konca inflácie? Nie všade a nie hneď. Aj keď sa z globálnych dodávateľských reťazcov ozývajú prvé signály uvoľnenia, proces normalizácie bude pravdepodobne trvať niekoľko kvartálov. Na ceny tovarov vplývajú okrem toho predovšetkým klesajúce dopravné náklady a opätovný nárast výroby. Ceny služieb sú naproti tomu silnejšie ovplyvnené mzdovými nákladmi, kde medziasom pozorujeme najmä v USA výrazné zvýšenie, ktoré sa napriek návratu mnohých pracovníkov na trh práce ukáže pravdepodobne ako tvrdé. Zachované zostanú podľa všetkého len klesajúce ročné percentuálne miery rastu cien energií.

Čo znamenajú menšie pandemické obmedzenia pre hospodárstvo? Mohol by sa výrazne zvýšiť dopyt po cestovaní, kultúrnych, športových a spoločenských podujatiach a iných voľnočasových aktivitách. Ľudia však nemôžu ušlé aktivity, napríklad dovolenky, „doháňať“ neobmedzene, preto je



**Stefan Rondorf**  
Senior Investment  
Strategist Global  
Economics & Strategy

**„Znamená potenciálne sploštenie pandemickej krivky tiež začiatok konca inflácie? Nie všade a nie hneď.“**

### 31.1.2021

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	396	<b>USA</b>	3 mesiace 0,32
Euro Stoxx 50	4 175		2 roky 1,16
S&P 500	4 516		10 rokov 1,78
Nasdaq	14 240	<b>Eurozóna</b>	3 mesiace -0,55
Nikkei 225	27 078		2 roky -0,63
Hang Seng	23 802		10 rokov -0,08
KOSPI	2 663	<b>Japonsko</b>	3 mesiace 0,07
Bovespa	112 144		2 roky -0,06
			10 rokov 0,15
FX		Komodity	
USD/EUR	1,116	Ropa (Brent. USD/barel)	91,4

možné, že efekt nahromadeného spotrebiteľského dopytu sa prejaví len čiastočne. Dopyt po spotrebnom tovare, ako je napríklad nábytok, ktorý počas pandémie prudko vzrástol, by sa však mal postupne vyrovnáť. Výrobný sektor má veľké množstvo nevybavených objednávok, ktoré by s menšími obmedzeniami a postupným zlepšovaním zásobovania východiskovými polotovarmi mohli byť spracované. Celkovo by mal rast v tomto roku zostať silný.

Čo to znamená pre centrálné banky? Mnohé centrálné banky, ako napríklad americký Federálny rezervný systém, sa v posledných mesiacoch vydali cestou obmedzovania inflácie. Aj keď sa inflácia v niektorých oblastiach môže spomaliť, nechajú sa tieto centrálné banky zatiaľ zviazať z vytýčenej cesty. Okrem toho nebudú musieť v príliš veľkej miere zohľadňovať riziká, ktoré pandémia predstavuje pre hospodárstvo. Adekvátne k tomu by sa mohlo pokračovať v priškrtení menovo-politických stimulov.

Prvé kroky v post-pandemickej prostredí stále charakterizujú mnohé neistoty. Je z nich však zrejme, že toto prostredie si vyžaduje veľkú mieru diferenciacie: Dôležitú úlohu by mohlo zohrávať rozlišovanie medzi jednotlivými krajinami (kto sa z pandémie zotaví a ako rýchlo?), ako aj medzi hospodárskymi a priemyselnými odvetvami (kde sa dosiahnu zisky, kde sa čaká na nevyužitú kapacitu, kde by mohli tržby a zisky utrpieť?). Je to teda ideálne prostredie pre aktívnych správcov fondov.

„Na konci všetko dobre dopadne, a ak nie, ešte to nie je koniec,“  
myslí si váš  
Stefan Rondorf

## Podrobné informácie o trhu

### Taktická alokácia: Akcie a dlhopisy

- Mnohé triedy aktív majú za sebou slabý začiatok roka. Prekvapivo rýchle oznámenie Federálneho rezervného systému USA o sprísnení jeho menovej politiky viedlo nakoniec k rozsiahlemu zníženiu rizika v portfóliách. Dodatočne zosilnenému v dôsledku rýchlo sa zvyšujúceho počtu infekcií, ku ktorému medzičasom došlo, a rastúceho napätia v konflikte medzi Ruskom a Severoatlantickou alianciou.
- Ekonomické údaje boli v poslednom období nejednotné z regionálneho i sektorového pohľadu. Zatiaľ čo sa hospodárska konjunktúra v USA na konci 4. štvrťroka 2021 znova upevnila, vlna variantu omikron zbrzdila predovšetkým európsku ekonomiku. V Číne pribúdajú náznaky stabilizácie. Vo výrobe pomáha pozvoľné uvoľňovanie dodávateľských reťazcov, ale sektor služieb opäť trpí pandemickou zimou. Celkovo je rast naďalej silný a v priebehu roka by mal ťažiť zo zmierňujúcich sa obáv z pandémie.
- Dôležitou témou pravdepodobne zostane strach z inflácie. Kým ceny tovarov by sa mohli ochladiť, hneď ako bude na trhu opäť k dispozícii viac tovaru, očakávame, že ceny služieb porastú vyšším tempom. To by malo naďalej pôsobiť ako protivietor pre všetky triedy nominálnych dlhopisov.
- Adekvátne tomu by malo pokračovať sprísňovanie menovej politiky. Na svojom januárovom stretnutí ohlásil americký FED štart cyklu zvyšovania úrokových sadzieb. Medzičasom sa počíta s minimálne štyrmi zvýšeniami úrokových sadzieb v priebehu roka 2022. Okrem toho sa v druhej polovici roka pravdepodobne začne znižovanie bilancie. To by bol začiatok návratu z vrcholu globálnej likvidity.
- V tejto súvislosti sa odporúča väčšia opatnosť. Z regionálnej a sektorovej perspektívy by sa naďalej mohol vyplácať selektívnejší výber investičných ťažísk.

### Akcie:

- Začiatok cyklu zvyšovania úrokových sadzieb, ktorý najdôležitejšia centrálna banka sveta, Federálny rezervný systém, oznámila nečakane rýchlo, zanechal stopy na akciových trhoch. Akcie rastových podnikov citlivé na úrokové sadzby utrpeli, najmä tie s menej osvedčenými, skôr koncepčnými obchodnými modelmi. Niektoré konjunktúrne citlivé odvetvia, ako aj finančné akcie však zo situácie dokázali profitovať.
- Na základe toho sa dá naďalej očakávať konštruktívne ziskové prostredie, aj keď vysoké miery rastu z posledných štvrtkov asi nebude možné dosiahnuť v dôsledku bázičných efektov. Protivietor pre mnohé akcie by mal fúkať zo strany ocenení, nie zo strany ziskov.
- Čo sa regiónov týka, súčasné prostredie by mohlo aspoň dočasne spochybniť dlhoročnú nadradenosť amerického akciového trhu. V Európe, Japonsku a tiež v prahových krajinách sú akcie ocenené nižšie a nižší je aj podiel rastových akcií. Na oplátku ponúkajú viac príležitostí v odvetviach citlivých na konjunktúru. Prostredie by sa však mohlo celkovo javiť ako volatilné.

### Dlhopisy:

- Perspektívne by mali obavy z dôsledkov nadchádzajúcej normalizácie menovej politiky a silnejšej reflácie svetového hospodárstva, ako sa pôvodne očakávalo, vyvíjať čoraz väčší tlak na rast výnosov dlhopisov krajín G4.
- Ten by mohol pochádzať najmä z USA. Tu by sa mohli na prednom konci výnosovej krivky (teda napríklad v pásme dvojročných splatností) prejavovať ďalšie zvýšenia úrokových sadzieb. V eurozóne by mali vyššie výnosy zatiaľ vykazovať oblasti s dlhšími intervalmi splatnosti. V súčasnosti sa pre tento rok nepočíta so zvýšením hlavných úrokových sadzieb ECB. Ale diskusia o ňom a o zvýšení úrokových sadzieb v roku 2023 sa podľa všetkého zintenzívni.

- Podnikové dlhopisy by na jednej strane mali byť zabezpečené robustným hospodárskym rastom, ale i ony by mali pociťovať nárast výnosov zo štátnych dlhopisov (kľúčové slovo: duračné riziko).
- Výnosové rozpätie periférnych štátnych dlhopisov v eurozóne by malo byť naďalej podporované pokračujúcimi nákupmi dlhopisov zo strany ECB, nemožno však vylúčiť zraniteľnosť v prostredí zvýšenej averzie voči riziku.

### Meny:

- V prostredí čoraz odlišnejších politík centrálnych bánk a úrokových očakávaní si americký dolár zachováva podporu. Podľa našich vlastných modelových výpočtov sa však zdá, že je voči väčšine mien priemyselných a rozvíjajúcich sa krajín nadhodnotený.
- Pretrvávajú strednodobé záťažové faktory pre zelenú bankovku. Okrem vysokého ocenenia USA naďalej vykazujú dvojitý deficit: nové fiškálne stimuly, ktoré sa očakávajú v blízkej dobe, sa aj v budúcnosti postarajú o vysoké rozpočtové deficity a deficit bežného účtu platobnej bilancie možno už teraz označiť za nenapraviteľný.

### Komodity:

- Z historického hľadiska sa ako najlepšie zabezpečenie proti inflácii ukázali komodity nasledované akciami.
- Cena ropy sa po krátkom upokojení na konci roka 2021 opäť zvýšila. Jedným z faktorov, ktoré na to mali vplyv, by mohlo byť očakávanie normalizácie správania v oblasti mobility po prípadnom zmiernení pandémie. Ďalším faktorom by mohlo byť zintenzívnenie rusko-ukrajinského konfliktu. Ak by sa obmedzili dodávky ropy z Ruska, trh s ropou by sa pravdepodobne výrazne zúžil a to isté platí aj pre zemný plyn.
- Po priemyselných kovoch, napríklad meď, je dopyt vysoký napriek spomaleniu rastu v Číne, hoci sa cena meď v poslednom čase pohybovala do strany. Aj zlato si zatiaľ zachováva bočný trend.

### Investičná téma: Kapitálový príjem v čase disrupcie (nemecky)

- Po poklese výplaty dividend v roku 2020, podmienenej koronakrízou, podniky v širokom európskom akciovom indexe MSCI Europe vlni opäť zvýšili svoje výplaty približne o tretinu – na rekordných 378 miliárd EUR. Aj v USA a Ázii sa prejavuje zreteľné oživenie dividend, a to z hľadiska vyplatených súm, ako aj počtu platiteľov dividend.
- V kontraste s obrazom hospodárstva vykazovali výplaty dividend v roku 2021 viac ako výrazný vývoj v tvare písmena V. To znamená, že výplaty nielen naviazali na obdobie pred covidom, ale dokonca ho prekonalí a viac ako dostatočne vykompenzovali slabší rok 2020.
- Rovnako ako v minulosti, aj teraz dividendy výrazne prispeli k výnosom z akcií. Ich podiel na celkovej návratnosti (meranej voči príslušným referenčným hodnotám MSCI) sa v rokoch 1976 až 2021 pohyboval v priemere od necelých 25 % (Severná Amerika) cez 30 % (tichomorský región) až po 34 % v Európe.
- Pohľad do spätného zrkadla ukazuje, že dividendy kolísali výrazne menej ako zisky podnikov. To možno považovať za dôkaz, že spoločnosti sa v rámci možností držia spoľahlivej dividendovej politiky.
- Okrem toho boli akcie spoločností vyplácajúcich dividendy menej volatilné ako akcie spoločností, ktoré dividendy nevyplácali.

Investovanie zahŕňa riziká. Hodnota investície a príjem z nej môže klesať aj stúpať a investori nemusia dostať späť celkovú investovanú sumu. Názory a stanoviská obsiahnuté v tomto dokumente sa môžu meniť bez predchádzajúceho upozornenia a vyjadrujú mienku spoločností vydávajúcich tento dokument platnú v čase zverejnenia. Použité údaje pochádzajú z rôznych zdrojov a predpokladá sa, že sú v čase zverejnenia správne a spoľahlivé. Prednosť majú vždy podmienky príslušnej ponuky či zmluvy, ku ktorej vykonaniu či uzavretiu mohlo dôjsť alebo dôjde. Tento dokument predstavuje marketingové oznámenie vydané spoločnosťou Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), ktorá je investičnou spoločnosťou s ručením obmedzeným so sídlom na adrese Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, zaregistrovanou v Nemecku na miestnom súde v meste Frankfurt/M pod číslom HRB 9340 s poverením Spolkového úradu pre dohľad nad finančnými službami (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Rozmnožovanie, zverejňovanie alebo prenos obsahu tohto dokumentu, a to bez ohľadu na jeho formu, nie je dovolené.

Zhrnutie práv investorov nájdete [tu \(www.regulatory.allianzgi.com\)](http://www.regulatory.allianzgi.com).