

# Jesenné melanchólie a plody

V posledných týždňoch pri skúmaní výkonnosti finančných trhov jarnú zeleň čoraz viac nahrádzajú ponurejšie jesenné odtiene.

Je čoraz ťažšie ignorovať ozveny roku 2022: tlak na rast výnosov z dlhopisov, tlak na pokles cien akcií a rastúce obavy súvisiace s výhľadom na rast v prípade krajín s vysokým sklonom k dovozu energií.

Trhový šok v roku 2022 bol vyústením obdobia mimoriadne uvoľnenej menovej a fiškálnej politiky, ktorý si od centrálnych bánk rozvinutých krajín vyžadoval otočku na ručnej brzde v záujme riešenia nepríjemného prepuknutia inflácie. Veľký podiel tohtoročného optimizmu v súvislosti so zlepšujúcim sa výhľadom pre trhy však pochádzal z dôkazov o zvrate v inflačných tlakoch.

## Kedy dobrá nálada zamrzla?



Sean Shepley  
Senior Economist

Východiskovo je dôležité povedať, že akciové trhy v porovnaní s dnami z októbra minulého roka podstatne posilnili. Čiastočne je to zohľadnené vo zvýšení výnosov, ale v mnohých prípadoch šlo o väčšiu istotu týkajúcu sa stabilnejšieho ekonomického poklesu, ktorý umožňoval, aby boli tieto výnosy diskontované ďaleko do budúcnosti, čo stimulovalo vyššie násobky a teda vyššie ceny.

To isté sa však nedá povedať o trhoch s pevným výnosom. V tomto prípade úvodné očakávania, že úrokové sadzby môžu nasledovať formáciu Eiffelovej veže (t. j. po ostrom raste by nasledovalo rýchle uvoľňovanie centrálnymi bankami), výrazne nahradilo presvedčenie, že nové normy pre postpandemické úrokové sadzby budú zásadne vyššie ako predtým. Dôsledkom bol stupňovitý nárast dlhodobých výnosov. Najprv boli primárnym spúšťačom vyššie inflačné očakávania. Potom prišla reakcia centrálnych bánk, pričom sprísnenie centrálnej banky vedie k zvýšeniu úrokových sadzieb naprieč krivkou. V novšom vývoji dlhodobé reálne úrokové sadzby (ktoré možno vnímať ako rozdiel medzi výnosom z dlhopisov a očakávaniami inflácie) ďalej rástli, hoci sprísňovanie centrálnych bánk sa spomalilo.

## K rastu výnosov podľa nás prispeli tri hlavné prvky:

Prvým prvkom, s pravdepodobne najmenším vplyvom, bolo

rozhodnutie **Banky Japonska** uvoľniť svoju kontrolu nad krivkou výnosov. Výsledkom bol prudký rast výnosov z japonských štátnych dlhopisov s domino efektom na iné trhy, pretože dopyt po durácii utrpel záporný šok.

Nedávnejšie rozhodnutie **Saudskej Arábie a Ruska** o predĺžení obmedzenia ich dodávok do konca roka vyvolalo ostrú reakciu trhu. Ceny ropy sa len v septembri zvýšili o viac ako 10 % a oproti júnovému minimu o viac ako tretinu. V čase, keď chcú centrálné banky vidieť klesať infláciu rýchlo smerom k cieľu, je nový cenový šok úplne neúčinný. Európska centrálna banka (ECB) je v tomto smere zrejme príznačná, pretože v septembri zvýšila úrokové sadzby napriek náznakom zastavenia rastu, ako aj pokračujúceho poklesu menových agregátov eurozóny.

Na záver, hoci **Federálna rezerva** (Fed) v septembri nezvýšila úrokové sadzby, zmena vo vývoji plánovaných politických sadzieb od členov Fed signalizovala na rok 2024 podstatne menej príjemný výhľad. Trh dúfal, že klesajúca jadrová inflácia by Fedu nechala priestor na znižovanie úrokových sadzieb, aj keby sa rast zotavil, ale zdá sa, že posolstvo z predpovedí Fedu znie, že ak zostane pokles rastu priaznivý, úrokové sadzby zostanú vysoké.

Očakávania trhu týkajúce sa poklesu úrokových sadzieb skutočne zoslabli s

tým, že výnosy z dlhopisov zaznamenávajú abnormálne výrazný rast, najmä so zreteľom na to, že sa pravdepodobne blíži koniec cyklu sprísňovania.

### Úvahy o alokácii aktív

Vnímame štyri primárne vplyvy na trhy počas nadchádzajúceho kvartálu:

Po prvé, očakávame, že pri spomaľovaní rastu (USA, Čína) alebo pri potenciálnom prepadnutí sa do poklesu (v prípade mnohých európskych krajín) budú účinky sprísňovania menovej politiky čoraz zreteľnejšie. Je to výzva pre akciové trhy, na ktorých očakávania rastu výnosov najviac prispeli k výkonnosti, a pojednáva o relatívnych zásluhách stratégií spoliehajúcich sa na stabilný príjem z dividend.

Po druhé, predpoklad lepkavej inflácie na pozadí rastúcich cien ropy znamená, že akciové trhy nie sú schopné profitovať, ak sa rast posilní, pretože (ako vidno v posledných mesiacoch) výsledný nárast výnosov z dlhopisov podkopáva rast. Na druhej strane, určité zmiernenie dopytu a dôkazy o pokračujúcej dezinflácii sú pravdepodobne kritické pre stabilizáciu očakávaní úrokových sadzieb.

Po tretie, sme si vedomí toho, že riziká finančnej stability sú naďalej vysoké a myslíme si, že už boli položené podmienky pre rast volatility. V tejto neskorej fáze cyklu by akékoľvek ďalšie sprísňovanie zo strany hlavných centrálnych bánk prispelo k testovaniu finančnej stability.

Na záver, ako sme rozoberali minulý mesiac, vďaka rastúcim dlhopisovým výnosom sú trhy s pevným príjmom čoraz konkurencieschopnejšie v porovnaní s inými triedami aktív z hľadiska taktických alokácií.

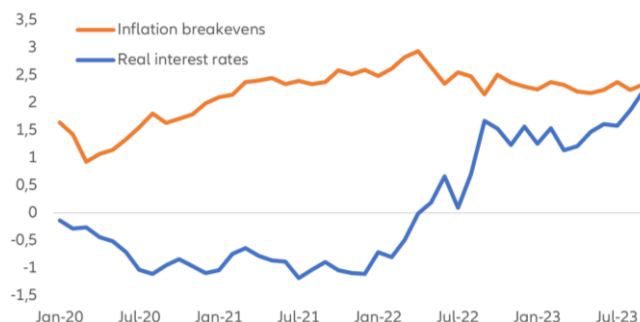
Zhrnúť to možno tak, že tento rok sa len ťažko strasieme jesenných melanchólií aj plodov. Nastavenie pozícií pre náročnejšie trhové prostredie na týchto základoch sa nám javí ako najmúdrejší postup.

S pozdravom  
Sean Shepley

### Prehľad trhu k 29.09.2023

Akciové indexy		
SAX		330
Euro Stoxx 50		4.164
S&P 500		4.288
Nasdaq		13.219
Nikkei 225		31.760
Hang Seng		17.810
KOSPI		2.465
Bovespa		116.565
Úrokové sadzby %		
USA	3 mesiace	5,66
	2 roky	5,14
	10 roky	4,57
Eurozóna	3 mesiace	3,96
	2 roky	3,38
	10 roky	2,94
Japonsko	3 mesiace	0,07
	2 roky	0,01
	10 roky	0,75
FX		
USD/EUR		1,059
Komodity		
Ropa (Brent. USD/barel)		95,4

### Po inflačnom šoku teraz nasledujú vyššie reálne sadzby



Zdroj: Bloomberg, 01.10.2023.

## Investičná téma: Dimenzie narušenia

- Tematické investovanie, chápané ako kapitálová investícia, ktorá je nad rámec zamerania na krajiny či odvetvia zameraná na dlhodobé trendy, zrejme medzi investormi naberá čoraz väčšiu dynamiku.
- Je to len pochopiteľné, ide predsa o to, aby sa línie vývoja všadeprítomného narušenia konštruktívnym spôsobom odzrkadlili v portfóliu.
- Deglobalizácia pokračuje. Geopolitické posúvanie dosky sa prejavuje nielen v narušení dodávateľských reťazcov, ale posilňuje sa aj z iného, pozitívneho impulzu, a tým je digitalizácia.
- S postupným zlacňovaním robotov bude mať výroba v zámorí čoraz menej výhod, a premiestnenie výroby tam, kde sú odberatelia, bude jednoduchšie a viac sa oplatí.
- K tomu sa pridáva demografia. Demograficky svet síce ďalej rastie, ale zároveň starne. Celosvetovo klesá podiel ekonomicky aktívnych ľudí na celkovom počte obyvateľstva. Mzdový tlak je predvídateľný.
- Zároveň sa prejavuje trend smerom k dekarbonizácii svetového hospodárstva.
- Deglobalizácia, digitalizácia, demografia a dekarbonizácia sú 4 veľké „D“, ktoré sa prejavujú aj v takých oblastiach vývoja, ako je rastúci dopyt po surovinách a rastúca urbanizácia. Investori zameraní na dlhodobé investície by si mali podrobnejšie pozrieť tieto trendy.

### POLITICKÉ UDALOSTI 2023

13–15 October	IMF World Bank Group – IMF Annual Meeting
25 October	CA Bank of Canada Meeting

→ [Overview political events 2023 \(click here\)](#)

**Imprint**

Allianz Global Investors GmbH, Bockenheimer Landstraße 42–44, 60323 Frankfurt am Main  
Global Capital Markets & Thematic Research, Dr. Hans-Jörg Naumer

**Ak nie je uvedené inak, údaje a informácie pochádzajú od spoločností Thomson Reuters, Refinitiv Datastream.**

**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)).