

# Mesačník o kapitálovom trhu

## Konfrontácia s realitou

Akým smerom sa vyvíja hospodárska konjunktúra? Čo možno očakávať v súvislosti s infláciou? Akú úlohu hrá menová politika? A áno, ešte stále je tu pandémia. Otázky, otázky, samé otázky. Právý čas pozrieť sa realite na zúbok:

- **Hospodárska konjunktúra:** Po 13 mesiacoch nepretržitého oživenia sme druhý mesiac po sebe zaznamenali pokles nášho vlastného širkového makroukazovateľa. Zatiaľ čo sa predovšetkým v Číne a USA javí, že zenit už bol prekonaný, eurozóna – o niečo váhavesšie, ale predsa – Japonsko sa k hospodárskemu vrcholu zatiaľ len blížia.

- **Inflácia:** Ešte nie je jasné, či je inflácia skutočne len dočasným fenoménom, ako to očakáva väčšina účastníkov trhu. Pri tvorbe cien sa síce prejavujú bazické a konjunktúrne efekty, ktoré by nemali trvať dlho. A prestrelená sa javí aj súčasná cena ropy. Avšak niektoré vývojové tendencie naznačujú, že vyššia cenová hladina by sa mala zachovať i do budúcnosti. Zvýšené ceny nehnuteľností sa najskôr prejavujú zvýšením nájomného. Spomalenie globalizácie, napríklad v reakcii na narušenie dodávateľských reťazcov, a trend demografického obratu, ktorý spôsobuje, že z trhu práce odchádza viac ľudí, ako naň prichádza, pravdepodobne nezostanú bez následkov. V neposlednom rade: Uvoľnené menové politiky vytvárajú nadbytočnú likviditu, ktorá si hľadá svoju cestu.

- **Menová politika:** Aj keby sa rast bilancii centrálnych bánk počas roka 2022 spomalil, vrchol expanzie po menových opatreniach v súvislosti s pandemiou Covid-19 ešte nie je na dohľad. Zatváranie stavidiel menovej politiky bude pravdepodobne veľmi pomalé a veľmi nejednotné. Z veľkých centrálnych bánk by to mal byť americký Federálny rezervný systém, ktorý v novembri zavedie znižovanie objemu nákupu dlhopisov. V lete budúceho roka by sa nákupy dlhopisov mali úplne zastaviť, než vôbec príde rad na prvé zvýšenie úrokových sadzieb. Európska centrálna banka sa zatiaľ zdráha čo i len uvažovať o ukončení svojej expanzívnej menovej politiky. Zvýšenie úrokových sadzieb pravdepodobne ešte stále nie je na dohľad. Primerane tomu sa nedávno rozhodlo len



**Dr. Hans-Jörg Naumer**  
Director  
Capital Markets &  
Thematic Research

**Aj keby sa rast bilancii centrálnych bánk počas roka 2022 spomalil, vrchol expanzie po menových opatreniach v súvislosti s pandemiou Covid-19 ešte nie je na dohľad.**

24.09.2021

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	387	<b>USA</b>	3 mesiace 0,13
Euro Stoxx 50	4 159		2 roky 0,26
S&P 500	4 455		10 rokov 1,41
Nasdaq	15 048	<b>Eurozóna</b>	3 mesiace -0,54
Nikkei 225	30 249		2 roky -0,71
Hang Seng	24 192		10 rokov -0,26
KOSPI	3 125	<b>Japonsko</b>	3 mesiace 0,06
Bovespa	113 283		2 roky -0,13
			10 rokov 0,04
FX		Komodity	
USD/EUR	1,172	Ropa (Brent. USD/barel)	75,2

o miernom znížení nákupov dlhopisov v rámci programu núdzového nákupu dlhopisov (PEPP). Ďalšie rozhodnutia budú podľa všetkého prijaté až v decembri. V prípade Bank of Japan sa neočakáva žiadna zmena politiky.

- **Koronavírus:** Covid-19 je na celom svete naďalej príčinou úmrtí číslo jedna, pričom sa priebeh v jednotlivých krajinách značne líši. Výskyt variantu delta by sa však mal blížiti k svojmu vrcholu. V dôsledku toho by sa mala pomaly znižovať s tým súvisiaca úmrtnosť.

Na základe tejto konfrontácie s realitou sa v nasledujúcich týždňoch dá celkovo očakávať väčší nepokoj na kapitálových trhoch –vztlaková termika likvidity, ktorá hľadá výnosy, sa nezmení.

Zostaňte nohami na zemi, radi!

Dr. Hans-Jörg Naumer.

## Podrobné informácie o trhu

### Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Vzhľadom k fáze konfrontácie s realitou, ktorá leží pred nami, zavládne na kapitálových trhoch určitý nepokoj. Hospodársky rast, inflačné očakávania, menové politiky, priebeh pandémie ... to všetko bude podrobené skúške.
- Vo všetkých triedach aktív sa prejavujú zvýšené ocenenia, prinajmenšom v porovnaní s minulosťou. Vzhľadom na prostredie nízkych či dokonca záporných úrokových sadzieb sa už ani dlhopisy nedajú považovať za cenovo výhodné.
- Na celom svete pokračuje príliv kapitálu do akciových fondov. Dôležitou hnacou silou je pritom pravdepodobne práve prostredie nízkych/záporných úrokových sadzieb. Približne 30 % globálneho trhu s dlhopismi má výnosy nižšie ako 0 %. Ďalších 40 % sa pohybuje medzi 0 a 1 %. Najmä pri rastúcej miere inflácie je tak investičná núdza všeobecne rozšíreným javom.
- Dá sa preto očakávať ďalší príliv do akciových fondov, ktorý by mohlo živiť pokračujúce nafukovanie fondov peňažného trhu. Je to vývoj, ktorý by v strednodobom horizonte mal celkovo podporiť rizikovejšie triedy aktív.

### Akcie:

- O nepokoj sa postaral mimoriadny vývoj v **Číne**. Jeden z najväčších čínskych developerov, spoločnosť Evergrande, nebol na konci septembra schopný splácať úroky. Pravdepodobnosť systémového rizika pre celé hospodárstvo sa však zdá byť nízka. Evergrande má dlh vo výške približne 2 biliónov jüanov (RMB), avšak len 300 miliárd RMB tvoria bankové úvery. To predstavuje približne 0,2 % nesplatených úverov čínskych bánk v RMB. Úplný výpadok bankových úverov spoločnosti Evergrande preto bude mať pravdepodobne len obmedzený vplyv na rizikové úvery čínskeho bankového systému. Dá sa tiež predpokladať zásah čínskych regulačných orgánov, aby sa zabránilo prípadným vedľajším účinkom na národné hospodárstvo.
- Bohatý tok likvidity v dôsledku vzdúvajúcich sa súvah centrálnych bánk je možno považovať za hnacu silu narastajúcich ocenení na akciových trhoch. Oznámenie Federálneho rezervného systému o znižovaní kvantitatívneho uvoľňovania (teda nákupu dlhopisov) by na ocenenie akcií mohlo mať určitý negatívny vplyv. Impulzom pre ďalší rast hodnoty akcií by v budúcnosti museli byť zisky podnikov.
- Preto je potešiteľné, že zisky firiem sú po pandemickom šoku živene rastom tržieb i marží. V tomto kontexte možno vyššie ceny vstupov považovať za znak silného hospodárskeho oživenia – teda za prostredie, v ktorom ziskové marže skôr rastú ako klesajú. Stále ešte pozitívna revízna dynamika podnikových ziskov sa doposiaľ dokázala oddeliť od klesajúcich ekonomických dát.
- O určitú neistotu by sa mohla postarať rysujúca sa dlhšia fáza formovania vládnej koalície v Nemecku. Jej dopad na predovšetkým medzinárodné kapitálové trhy by však mal zostať obmedzený, najmä preto, že koalícia SPD, Zelených a Ľavice je vylúčená. Tá mohla vyvolať diskusiu o geopolitickom zakotvení Nemecka.

### Dlhopisy:

- Ďalší vývoj inflácie bude pre dlhopisové trhy čoraz dôležitejší, pretože by mohol tlaku vystaviť aj centrálné banky. Nepriaznivé prekvapenia nemožno vylúčiť. Väčšina účastníkov trhu počíta v prípade inflácie s dočasnými vplyvmi. To by sa mohlo ukázať ako zbožné želanie.

- Inflačné očakávania a predstavy spotrebiteľov v eurozóne sú trvalo vyššie ako skutočná miera inflácie vykazovaná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP). Dôležitým dôvodom tejto odchýlky je nedostatočná reprezentatívnosť nákupného koša, ktorý tvorí základ pre výpočet tohto indexu – v neposlednom rade aj preto, že sú z neho vylúčené dôležité položky, ako napríklad náklady na bývanie pre majiteľov bytov.
- Výnosy desaťročných amerických štátnych dlhopisov dočasne klesli o viac ako 50 bázických bodov oproti svojmu cyklickému maximu z konca marca, a to napriek prechodnému prudkému zrýchleniu hospodárskeho rastu, skokovej inflácii, ambicióznym dlhodobým oceneniam a blížiacemu sa obmedzeniu nákupov dlhopisov zo strany Federálneho rezervného systému.
- V celosvetovom meradle naberá na intenzite otázka divergencie menovej politiky: Niektoré centrálné banky už svoje úrokové sadzby zvýšili, ďalšie – i z priemyselných krajín – ich budú pravdepodobne nasledovať.
- Pri hľadaní výnosov by mali byť naďalej vyhľadávané dlhopisy s vysokým výnosom, zatiaľ čo dlhopisy investičného stupňa naďalej profitujú z veľkoobjemových nákupov centrálnych bánk. Vzhľadom na pretrvávajúce obavy z obmedzovania (taperingu) menových stimulov a ambiciózne ocenenie je však tento segment naďalej náchylný na korekcie. Pri historicky nízkych rozpätiach úrokových sadzieb (spreadoch) by zvýšenie výnosu oproti štátnym dlhopisom mohlo pochádzať najmä z vyšších existujúcich úrokových sadzieb (carry). Vyplatí sa postupovať selektívne.
- Po prudkom náraste v prvom štvrtroku tohto roka by sa americké výnosy mohli v strednodobom horizonte vrátiť k miernejšiemu trendu rastu. Štátne dlhopisy eurozóny by mali tomuto vývoju aspoň čiastočne uniknúť, keďže Európska centrálna banka hodlá naďalej pokračovať v aktívnom nákupe dlhopisov.

### Meny:

- V prostredí širšieho hospodárskeho oživenia na globálnej úrovni, čoraz rozdielnejších politik centrálnych bánk a pravdepodobne aj klesajúcej ochoty riskovať (porovnajte budúce „Konfrontácie s realitou“ na str. 1) si americký dolár zachováva dočasnú podporu. Podľa našich vlastných modelových výpočtov sa však zdá byť nadhodnotený voči väčšine mien priemyselných, ale aj rozvíjajúcich sa krajín.

- Na pamäti však treba mať strednodobé negatívne faktory pre zelenú bankovku: Ocenenie je ambiciózne; dodatočné fiškálne stimuly – v najbližších týždňoch sa na politickú scénu vráti otázka dlhového stropu, keďže je potrebné ho zvýšiť – zvyšujú rozpočtový deficit USA a potenciálne podnecujú domácu infláciu.

### Komodity:

- Z historického hľadiska sa ako najlepší „hedge“ proti inflácii ukázali komodity nasledované akciami.
- Komoditám sa v poslednom čase darilo, keďže inflačné údaje prekonal očakávania, a ceny komodít ťažili z nádeje na oživenie ekonomiky pod odznením pandémie.
- Sledovanie výkonnosti jednotlivých tried aktív pri rôznych inflačných režimoch od roku 1971 ukazuje, že americké akcie dosahovali dobrú výkonnosť pri miere inflácie medzi dvoma a šiestimi percentami. Prekonávali (mierne) výkon komodít. Tým sa podľa všetkého darilo lepšie v režimoch s vyššou infláciou. oživenie ekonomiky pod odznením pandémie.

### Investičná téma: Sebakontrola

- Keď sa na burzách prekonáva jeden vrchol za druhým, môže sa opatrnosť rýchlo zmeniť na chamtivosť. Preto uvádzam niekoľko myšlienok o sebakontrola.
- „Mysli na to, že si len človek.“ Pokora je začiatkom sebaopoznania a investičného úspechu.
- Premýšľajte. Pomaly ďalej zájdeš je dobrou radou i v prípade investícií.
- Venujte pozornosť trhovej kapitalizácii. Čím nižšia je trhová kapitalizácia, tým rýchlejšie môžu akcie narásť, napríklad prostredníctvom investičných portálov. Platí pritom: „Canes mordent ultimum – psy hryzú posledného.“ Pretože horúci vzduch uniká veľmi rýchlo.
- Diverzifikujte! Toto je a zostáva jediný skutočne bezplatný spôsob, ako pomôcť riadiť riziká bez toho, aby ste sa museli vzdať šancí na výnosy.
- A vždy dbajte na nasledujúce: Dlhodobé vytváranie kapitálu a štruktúra investícií sú dôležitejšie ako rýchlo zarobené eurá.

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.