

# Mesačník o kapitálovom trhu

## Návrat k rovnováhe

Súčasná hyperinflačné prostredie by sa dalo veľmi stručne opísať ako nerovnováha medzi ponukou a dopytom, ktorá sa vymkla akejkolvek kontrole. Čiastočne dvojciferné miery nárastu spotrebiteľských cien v niektorých krajinách naznačujú, že mnoho národných ekonomík sa ocitlo v nerovnovážnom stave. Veľmi zjednodušený recept na boj s infláciou znie: Znížiť dopyt – zvýšiť ponuku. Aspoň v ideálnom svete by to malo fungovať.

Ako by však mohol vyzeráť reálny návrat k rovnováhe? Čo sa obmedzovania dopytu týka, rozhodujúcu rolu zohrávajú centrálné banky, najmä ich politika úrokových sadzieb. Zvýšením úrokových sadzieb zdražujú všetky druhy úverov a spolu s tým poklesne napríklad dopyt po kapitálových statkoch, spotrebnom tovare aj nehnuteľnostiach. Tento účinok sa však prejaví s časovým oneskorením, ktoré sa dá vopred iba odhadovať a ktoré za normálnych okolností trvá prinajmenšom jeden rok. Medzitým sa centrálni bankári – predovšetkým prezident Fedu Jerome Powell – snažia prejavíť svoj rozhodný postoj nielen rétoricky (pripomeňme si Powellove mimoriadne ostré výroky z poslednej doby), ale tiež zvyšovaním úrokových sadzieb. Powell zdôraznil, nakoľko je dôležité, aby Fed vytrval vo svojej politike, a varoval pred predčasným uvoľnením úrokových sadzieb s odkazom na lekcie z minulosti. Projekcie Fedu predpokladajú, že na jar budúceho roku sa základná sadzba bude pohybovať nad úrovňou 4,5 %. A nezahŕňajú ani ostatné centrálné banky. V septembri zvýšili svoje základné sadzby napríklad Európska centrálna banka, Bank of England a švédsko Riksbank.

Zostáva teda vyriešiť stranu ponuky. Aké korekcie by tu mohli zmierniť cenový tlak? Postupné uvoľňovanie napätia v dodávateľských reťazcoch a dopravných kapacitách krátkodobou pomôže zvýšiť ponuku polotovarov, ako sú mikročipy alebo



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

**Návrat k rovnováhe  
povedie  
v strednodobom  
horizonte  
pravdepodobne cez  
obmedzenie dopytu.**

03.10.2022

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	346	<b>USA</b>	3 mesiace 3,75
Euro Stoxx 50	3 462		2 roky 4,26
S&P 500	3 678		10 rokov 3,80
Nasdaq	10 815	<b>Eurozóna</b>	3 mesiace 1,17
Nikkei 225	26 992		2 roky 1,69
Hang Seng	17 080		10 rokov 2,11
KOSPI	2 209	<b>Japonsko</b>	3 mesiace 0,05
Bovespa	116 134		2 roky -0,06
			10 rokov 0,25
FX		Komodity	
USD/EUR	0,976	Ropa (Brent. USD/barel)	88,9

stavebné drevo. Ceny vybraných tovarov by preto mohli už skoro prekročiť vrchol a začať klesať. Dokonca aj európske ceny energií sa v dôsledku skoršieho naplnenia zásobníkov plynu, ako sa pôvodne očakávalo, mierne upokojili, v historickom porovnaní napriek tomu zostávajú na veľmi vysokých úrovniach. Ponuka na trhu práce sa však môže zvýšiť prevažne v dlhodobom horizonte – napríklad migráciou. Krátkodobou zostáva situácia napätá. Podľa aktuálnej štúdie je potenciál pracovnej sily v Spojených štátoch len následkom pandémie naďalej asi o pol miliónu ľudí nižší ako v roku 2019. Z toho vyplýva, že dynamika vývoja miezd sa spomalí až vo chvíli, keď poklesne dopyt po pracovnej sile.

A aj obecné platí: návrat k rovnováhe povedie v strednodobom horizonte predovšetkým cez obmedzenie dopytu. Pre investorov bude návrat k rovnováhe ešte dlhou plavbou v náročných vodách. Neobídu sa bez trpezlivosti, pretože táto cesta sa nedá zvládnuť rýchlo. Povzbudzujúce je však to, že očakávania týkajúce sa hospodárstva a úrokovej politiky centrálnych bánk sú teraz realistickejšie ako pred niekoľkými mesiacmi.

Zachovajte si preto osobnú rovnováhu  
To vám želá

Stefan Rondorf

## Podrobné informácie o trhu

### Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Zníženie dopytu s cieľom dosiahnuť hospodársku rovnováhu prináša so sebou slabšie rastové prognózy. S výnimkou ochladzujúceho sa trhu s nehnuteľnosťami sa však americká ekonomika zatiaľ javí ako dosť odolná. Mnoho podnikov si dlhodobším financovaním zaistilo nízke úrokové sadzby na niekoľko rokov dopredu a veľká časť spotrebiteľov stále ešte môže siahnuť na svoje pandemické úspory. Je teda možné, že Fed bude musieť pritiahnuť opraty úrokových sadzieb ešte viac, ako sa doposiaľ predpokladalo.
- V eurozóne teraz väčšina národohospodárov vychádza z očakávania recesie v priebehu zimných kvartálov, ktorá bude spôsobená najmä slabou spotrebou, ale tiež obmedzením výroby následkom prudkého zvýšenia cien energií.
- Kombinácia pochmúrnej rastovej prognózy a boja proti inflácii vedeného centrálnymi bankami naďalej podnecuje k opatrnému pohľadu na akciové trhy a ďalšie rizikové triedy aktív, ako sú dlhopisy s vysokým výnosom.
- Dlhopisové trhy boli v poslednej dobe veľmi rozkolísané. Medzičasom očakávajú účastníci trhu výraznejšie zvýšenie úrokových sadzieb ako pred niekoľkými týždňami. V strednodobom horizonte by slabšie ekonomické údaje mali viesť ku stabilizácii štátnych dlhopisov, predovšetkým ak by indikovali ochladenie na trhoch práce.

### Akcie:

- Normalizačný proces týkajúci sa charakteristik ocenení pokračuje. Hlavne u amerických akcií ale bude protivietor fúkať o niečo dlhšie. Pre trpezlivých investorov medzi tým postupne rastú budúce príležitosti.
- Po niekoľkých dôrazných varovaniach ohľadom ziskov sú analytici v ziskových prognózach väčšiny firiem stále opatrnejší. To znamená, že je nutná analýza faktorov, ktoré ovplyvňujú zisk: Niektoré spoločnosti trpia pod ťažkou energetických nákladov, iné stále ešte ťažia z celkovo mocného dopytu.
- Podľa prieskumov sa dá nálada medzi investormi označiť za maximálne pesimistickú. To ale neznamená, že už skoro dosiahneme dno. V minulosti totiž bolo možné pozorovať vrchol pesimizmu niekoľko mesiacov pred tým, než akciový trh skutočne narazil na dno. Aj tak by sa postupne mohla vytvoriť živná pôda pre krátkodobé stabilizačné pohyby.
- Naďalej sa odporúča zachovávať defenzívnu orientáciu akciových portfólií. Stratégie postavené na nosných akciách, diverzifikovaných naprieč mnohými sektormi a s vysokými výplatami dividend, by teraz mohli prejavovať svoje prednosti.

### Dlhopisy:

- V retrospektívnom pohľade oneskorená, momentálne však veľmi rozhodná reakcia centrálnych bánk na trvalo vysokú mieru inflácie sa na dlhopisových trhoch postarala o rozruch.
- Hlavne britský trh so štátnymi dlhopismi práve zažíva šok z volatility. Vyvolalo ho oznámenie novej britskej vlády, že sa chystá masívnymi fiškálnymi stimulmi financovanými deficitom štátneho rozpočtu podporiť rast a s ním aj previs dopytu, proti ktorému bojuje Bank of England už niekoľko mesiacov odvážnym zvyšovaním úrokových sadzieb. Centrálna banka bola nútená stabilizovať trh s britskými vládnymi dlhopismi (gilts) podpornými nákupmi, aby eliminovala ohrozenie finančnej stability.
- Naproti tomu reakcia investorov z dlhopisových trhoch na výsledok talianskych volieb bola pomerne pokojná, pretože víťazstvo pravicovej koalície sa očakávalo. Na celkovo nepokojných trhoch sa však rozdiel medzi talianskymi a nemeckými výnosmi blíži tohtoročnému maximu. Politická neistota je naďalej vysoká, ale to nie je nič neobvyklé.

- V USA sa úroveň úrokových sadzieb v cenách peňažných trhov postupne približuje novým projekciám Výboru pre voľný trh Fedu. Účastníci trhu však stále veria v mierny pokles sadzieb v druhej polovici budúceho roku.
- V prípade podnikových dlhopisov, ako aj dlhopisov rozvíjajúcich sa trhov (tzv. „emerging markets“) je stále vhodný selektívny prístup. V prípade podnikových dlhopisov s najlepšou bonitou (tzv. „investment grade“) vyzerajú základné údaje podnikových bilancií stále dobre, ale vzhľadom k rizikám poklesu na strane rastu sa dá počítať s defenzívnejšou alokáciou.

### Meny:

- Americký dolár si zachováva svoju silu. Konsolidácia tohto pohybu sa v tejto chvíli javí ako reálna iba v prípade, že by ostatné centrálné banky v nadchádzajúcich mesiacoch nasledovali približné tempo zvyšovania sadzieb Fedu a že by sa konkurenčná nevýhoda relatívnych nákladov na energiu znova presunula v neprospech Spojených štátov.
- Pokiaľ by pokračovalo posilňovanie amerického dolára, zvýši sa celosvetovo riziká pre finančnú stabilitu – najmä na rozvíjajúcich sa trhoch, ktoré musia obsluhovať svoje vysoké dlhy denominované v amerických dolároch. Prostredníctvom slabej domácej meny „importuje“ mnoho krajín na celom svete – vrátane eurozóny – infláciu do svojich ekonomík.
- Rozporuplná hospodárska politika novej britskej vlády vystavila britskú libru v posledných dňoch obrovskému tlaku.

### Komodity:

- V prípade komodít je z taktických dôvodov vhodné neutrálne váženie. Najvýznamnejšie faktory vplyvu vysielajú vágne signály. Silný americký dolár zatažuje celý rad surovín. Dopyt by sa mal celkovo oslabiť. Na to však čiastočne zareaguje obmedzená ponuka (napríklad zo strany OPEC na trhu s ropou), u iných surovín je ponuka beztak štrukturálne nízka.
- Dekarbonizácia svetového hospodárstva by mala ponúknuť príležitosti v podobe investícií do energetickej účinnosti a pri prechode na obnoviteľné zdroje energie, ktoré presahujú úvahy o načasovaní.

### Investičná téma: Vstúpiť alebo vyčkať?

- Aj pri prevládajúcich záporných reálnych výnosoch platí železné pravidlo: Kto chce dosiahnuť vyššie výnosy, musí byť pripravený prijať vyššie riziko v podobe väčších kurzových výkyvov. Tým sa do popredia záujmu dostávajú akciové trhy.
- História ukazuje, že sa to oplatilo počas všetkých vzostupov a pádov, ale medzi nimi boli aj bolestivé obdobia.
- Vystáva teda otázka: Vstúpiť na akciový kurz, alebo predsa len radšej vyčkať? Neistota sa zvýšila. Najmä invázia na Ukrajinu vedie k mnohým otáznikom. Na čo nesmieme zabudnúť: Na rastúcu infláciu a menové politiky, ktoré v globálnom pohľade opäť ťahajú opraty úrokových sadziieb.
- Vstúpiť alebo vyčkať? Tak znie otázka. Z ekonomicko-behaviorálneho hľadiska rozhodne nie otázka jednoduchá, pretože typicky prevládajúca averzia voči riziku vedie k tomu, že investori čakajú príliš dlho. Strach zo strát je jednoducho príliš silný. To však môže viesť k premárnenej šanci na výnosy.
- Dobro to ilustruje pohľad do minulosti: Keď napríklad investor investoval v posledných 25 rokoch do globálneho akciového trhu reprezentovaného indexom MSCI World, ale premeškal najlepších 20 dní na burze, dosiahol priemerný výnos 2,7 % ročne. Ak vynechal aj najlepších 40 dní, utrpel stratu 0,6 % ročne. Ak naproti tomu investoval po celý čas, tešil sa z ročného výnosu takmer 8 %.
- Prirodzene, toto je pohľad do spätného zrkadla. Minulosť sa sotva bude opakovať v pomere 1:1, ale jej skúmanie je poučné, pretože názorne vysvetľuje náklady vyčkávania.
- Užitočné môže byť vstupovať na burzu postupne, teda pro rata – po častiach. Pevne sa stanoví suma, ktorá sa má investovať, neinvestuje sa však naraz, ale rozdelí sa na niekoľko rovnakých častok rozložených na určité obdobie. Napríklad na polrok.  
Z hľadiska behaviorálne-psychologického je prijatie nejakej stratégie spojené s efektom priemerných nákladov známym zo sporiacich programov.

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)).