

Mesačník o kapitálovom trhu

2023 – príprava na nový začiatok

Rok 2022 so sebou priniesol niekoľko dramatických zmien: Na jednej strane návrat inflácie a s ním aj náhly odklon od prostredia nízkych úrokových sadzieb, ktoré bolo typické pre uplynulé desaťročie. Na druhej strane potom návrat vojny na európske územie, ktorý vyústil do energetickej krízy a zväčšenej geopolitickej neistoty.

V roku 2023 by sa dôsledky týchto **otrasov** mohli prejaviť ešte výraznejšie. Pravdepodobnosť recesie v USA v priebehu roku 2023 sa zvýšila, predovšetkým následkom menovej politiky Federálneho rezervného systému, ktorá spomaľuje hospodársky rast, a zhoršenia spotrebiteľskej nálady vyplývajúcej z veľkých strát reálnych príjmov. Predpokladá sa, že inflácia v mnohých významných národných hospodárstvach už dosiahla svoj vrchol, predovšetkým na základe poklesu cien energií a tovaru, čo spotrebiteľom prinieslo určitú úľavu. Trhy práce však zostávajú napäté a očakáva sa, že jadrová inflácia a inflácia služieb budú klesať iba pozvoľna. Zdá sa, že dosiahnutie dvojpocentného inflačného cieľa, ku ktorému explicitne alebo implicitne smeruje niekoľko veľkých centrálnych bánk, je stále ďaleko – inými slovami, **inflácia je tu a nechystá sa odísť**. Z toho sa dá vyvodiť, že zvyšovanie úrokových sadzieb zo strany najdôležitejších centrálnych bánk sveta ešte neskončilo. Môžeme predpokladať, že **hlavné úrokové sadzby** budú ďalej stúpať, prípadne zostanú zvýšené dlhšie, ako v súčasnosti očakávajú peňažné trhy.

Pre investorov by to malo v najbližšej dobe znamenať pokračujúce nepokojné trhové prostredie. Súčasne sa však ponúkajú možnosti pre nový začiatok, teda na novú orientáciu portfólia. Vzhľadom k pokračovaniu cyklu zvyšovania sadzieb a s ním súvisiacim zvyšovaním výnosov by **trhy so štátnymi dlhopismi** mali v priebehu roka znova stáť za povšimnutie. Čím viac rizík pre ekonomiku a úverovú spoľahlivosť sa



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist Global
Economics & Strategy

Vzhľadom k pokračovaniu cyklu zvyšovania sadzieb a s ním súvisiacim zvyšovaním výnosov by trhy so štátnymi dlhopismi mali v priebehu roka znova stáť za povšimnutie.

28.11.2022

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	336	USA	3 mesiace 4,73
Euro Stoxx 50	3 936		2 roky 4,55
S&P 500	3 964		10 rokov 3,71
Nasdaq	11 050	Eurozóna	3 mesiace 1,92
Nikkei 225	28 163		2 roky 2,14
Hang Seng	17 298		10 rokov 1,97
KOSPI	2 408	Japonsko	3 mesiace 0,05
Bovespa	108 782		2 roky -0,02
			10 rokov 0,24
FX		Komodity	
USD/EUR	1,046	Ropa (Brent. USD/barel)	83,2

premietne do zvýšenia úrokových sadzieb podnikových dlhopisov, tým atraktívnejšie je do nich vstúpiť.

Počas recesie dosahujú akciové trhy svoje dno obvykle vo chvíli, keď sa dá očakávať, že ďalší vývoj bude o niečo menej nepriaznivý a keď sa konsenzus potenciálnych investorov začne šplhať po povestnej „stene obáv“. Do tej doby by bolo vhodné, keby odhady analytikov ohľadom ziskov odrážali zvýšené riziká hospodárskeho poklesu. V prostredí, kde sa peniaze už nepožičiavajú prakticky bezúročne, opäť rastie atraktivnosť firiem so stabilnými peňažnými tokmi, ktoré sa k investorom dostávajú okamžite ako príjmy. Mnohovrstvové témy národnej bezpečnosti, ktoré v sebe spájajú oblasti potravinovej, energetickej a kybernetickej bezpečnosti, sú rovnako zaujímavé ako inovácie spoločností zvyšujúcich odolnosť voči zmenám klímy.

Pripravte sa na nový začiatok,
radí
Stefan Rondorf

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Zdá sa, že kapitálové trhy sa práve nachádzajú v prechodnej fáze: Obavy z inflácie sa trošičku znižujú, obavy o rast tendencie rastú. To by mohlo z **taktického hľadiska** poukazovať na stabilizáciu dlhopisových trhov. Na akciových trhoch by vrchol inflácie mohol priniesť krátkodobú úľavu, predovšetkým ak bude spomalenie rastu prebiehať spočiatku miernejšie alebo ak príde neskoršie, ako sa očakáva.
- Mierne pozitívne signály prichádzajú od oboch ponukových šokov, ktoré zaťažili svetové hospodárstvo v roku 2022: Európska energetická kríza sa dôsledkom teplého jesenného počasia a obmedzenej spotreby trošku zmiernila. Zároveň sa zdá, že **Čína** pristupuje k prvým opatrným krokom otvárania spoločnosti ohľadom svojej politiky „nulového covidu“.
- **Nálada** investorov zostáva opatrná a hotovostné rezervy sa zdajú byť naďalej vysoké. Absencia nedobrych správ by mohla viesť k pokrytiu „krátkych“ pozícií (shorts) a podporiť rizikové triedy aktív, ako sú podnikové dlhopisy a akcie.
- Dlhodobí investori sa môžu tešiť na **lepší výhľad**. Vyššie výnosy z dlhopisov a nižšie ocenenie akcií znamenajú v dlhodobom horizonte vyššie očakávané výnosy bez toho, aby bolo potrebné robiť ďalšie predpoklady. To zjednodušuje nový začiatok.

Akcie:

- Mimo Spojených štátov sa **ocenenie** akciových trhov na úrovni indexov zdá byť atraktívne. Pre trpezlivých investorov tu postupne rastú budúce príležitosti.
- **Odhady ziskov** ešte nemusia plne odrážať riziká spojené s ekonomickou prognózou. Na úrovni indexu ťahá rast ziskov predovšetkým energetický sektor, zatiaľ čo odhady ziskov väčšiny ostatných sektorov už boli skorigované smerom nadol. Odhady európskych ziskov sa až donedávna zdali byť odolné. Vo veľkej miere sa však spoliehali na menové efekty. Zvýhodnené boli najmä tie európske spoločnosti, ktoré dosahujú veľký obrat v amerických dolároch.
- Akciové trhy pravdepodobne zostanú zatiaľ volatilné. Vo fázach oslabenia to však investorom ponúka príležitosť prispôbiť svoje akciové portfóliá **novu vznikajúcemu cyklu**: Úlohu by v ňom mali mať „príjmové“ stratégie s udržateľnými a vysokými výplatami dividend, diverzifikované v mnohých sektoroch, a tematické investície, napríklad do oblasti dekarbonizácie.

Dlhopisy:

- S **rastom výnosov** sa štátne dlhopisy postupne stávajú pre investorov opäť zaujímavejšie, najmä v USA. Reálny výnos, ktorý možno získať z dlhopisov chránených proti inflácii, je síce nepatrný, avšak na úrovni približne 1,5 % v desaťročnom pásme tiež najvyšší od roku 2011.
- Predovšetkým kombinácia mierneho poklesu obáv z inflácie a rastúcich obáv o hospodársky rast by mohla zvýšiť zaujímavosť štátnych dlhopisov. Vstup by ale mal byť postupný, kým je pravdepodobné, že centrálné banky pristúpia k ďalším zvýšeniam úrokových sadzieb.
- V prípade **podnikových dlhopisov** (investičného stupňa aj s vysokým výnosom – t. j. s dobrou aj horšou bonitou) sa stále odporúča väčšia trpezlivosť. V kontexte zvýšeného rizika globálnej recesie sa ocenenie nezdá byť príliš atraktívne.
- Čo sa týka **dlhopisov prahových krajín**, je dôležité sledovať globálne finančné podmienky. Tie by mohli byť v najbližšej dobe ešte reštriktívnejšie. Zatiaľ sa teda zdá, že opatrnosť je skutočne na mieste.

Meny:

- Podľa nášho modelu dlhodobej rovnováhy je **americký dolár** nadhodnotený voči väčšine hlavných mien na rozvinutých aj rozvíjajúcich sa trhoch.
- Napriek týmto signálom ocenení si americký dolár zachováva svoju silu. Konsolidácia sa v tejto chvíli javí ako reálna len v prípade, že ostatné centrálné banky budú v najbližších mesiacoch nasledovať približné tempo zvyšovania sadzieb Fedu a konkurenčná nevýhoda relatívnych nákladov na energiu sa opäť presunie v neprospech Spojených štátov.
- Pokiaľ by pokračovalo posilňovanie amerického doláru, zvýšia 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.

Komodity:

- V prípade komodít je z taktických dôvodov vhodné neutrálne váženie. Najvýznamnejšie vplyvové faktory vysielať vágne signály. Silný americký dolár zaťažuje celý rad surovín. Dopyt by sa mal celkovo oslabiť. Existuje však aj čiastočná reakcia v podobe obmedzení ponuky (napr. zo strany OPEC na trhu s ropou). V prípade iných komodít je ponuka aj tak štruktúrne 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: Zelený rast

- Klimatická zmena je najnaliehavejším problémom našej doby.
- „Ne-rast“ (anglicky „degrowth“) – teda zámerné zrieknutie sa hospodárskeho rastu – pritom nie je riešením. Mimo iné preto, že ciele trvalo udržateľného rozvoja Organizácie spojených národov nám pripomínajú nutnosť pokračovania v boji proti hladu a chudobe.
- OSN odhaduje, že populácia Afriky sa do roku 2100 zvýši o tri miliardy na celkom 4,3 miliardy ľudí. Svetová zdravotnícka organizácia (WHO) však už dnes hovorí o „zabudnutých 3 miliardách“ (forgotten 3 billion) ľudí, ktorí stále nemajú v domácnostiach čistú energiu, ale varia na otvorenom ohni a nevhodných sporákoch.
- Cieľom teda nie je rezignácia na rast, ale „zelený rast“. Cieľom je dekarbonizácia svetového hospodárstva. Obnoviteľné zdroje energie, umelá inteligencia, investície do infraštruktúry... Prechod na hospodárstvo generujúce nulové množstvá skleníkových plynov znamená investície, rast a príležitosti pre kapitálové vklady. Tento „bod zlomu“ je nevratný a predstavuje dlhodobý trend.
- Dekarbonizácia svetového hospodárstva by sa mala vnímať predovšetkým z investičného hľadiska a menej z hľadiska nákladov, pričom do tohto vývoja zároveň zapadajú demografické trendy, pokračujúca urbanizácia a nedostatok surovín. Z pohľadu investorov by z tohto vývoja mali ťažiť investície do umelej inteligencie (AI), inteligentných energií a energetickej účinnosti, ale aj investície do „vody“ (jej zásobovania a čistenie) a zásobovania potravinami („potravinová bezpečnosť“). Ďalšou investičnou príležitosťou je vzhľadom na geopolitické aspekty tiež IT alebo tiež kybernetická bezpečnosť.

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, 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). 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).