

# Nálada verzus situácia

**Kapitálovým trhom stále viac dominuje presvedčenie, že recesii sa dá zabrániť. To v prípade, že by zároveň klesla inflácia, čo by umožnilo uvoľniť menovú politiku. Túto predstavu potvrdzuje okrem iného aj najnovší prieskum Bank of America medzi manažérmi fondov z celého sveta. Ak prehladneme skutočnosť, že tento prístup ignoruje existujúce geopolitické riziká, na ktorých sa nezmenilo nič, ponúka sa otázka, do akej miery táto nálada zodpovedá skutočnej situácii.**

Hoci došlo k zníženiu dvoch významných rizík pre svetovú ekonomiku – rýchlejšiemu návratu Číny z lockdownu a slabšiemu šoku v cenách energií v Európe, než sa očakávalo, na všeobecných ekonomických údajoch sa to ešte neprejavilo. Náš interný makroekonomický ukazovateľ hospodárskej dynamiky („Macro Breadth Growth Index“), ktorý zahŕňa širokú sadu viac ako 200 dátových súborov, klesol v januári už štrnásty mesiac po sebe. Zatažilo ho zhoršenie takmer vo všetkých hlavných

priemyselných a prahových krajinách. Pozoruhodnými výnimkami boli v tomto ohľade **eurozóna**, ktorá zaznamenala už tretí mesiac zlepšenia, a **India**. Naproti tomu ešte stále nie je jasné, či **ekonomika Spojených štátov amerických** unikne recesii, alebo nie. To, čo pri pretrvávajúcich rizikách USA prospieva, je silný trh práce. Miera nezamestnanosti klesla na nové 53-ročné minimum.

Určité zmiernenie sa prejavuje v oblasti **inflácie**. Došlo k ďalšiemu poľaveniu inflačnej dynamiky. A náš makroekonomický ukazovateľ inflačnej dynamiky („Macro Breadth Inflation Index“) klesol už šiesty mesiac po sebe. Hoci tento trend potvrdil pomalší rast globálnych spotrebiteľských cien, ktorý v decembri poklesol na 6,7 % (z maximálnej hodnoty 7,8 % v 3. štvrtroku 2022), základný cenový tlak je stále príliš silný.

Pomalší medziročný rast miery inflácie by sa nemal falošne interpretovať ako príznak udržateľnej a široko založenej dezinflácie. Z histórie vieme, že zvýšenie inflácie spravidla odoznieva len pomaly a trvá to niekoľko rokov. K tomu je treba pridať sekulárne faktory zvyšovania cien: **demografia**, **deglobalizáciu** a **dekarbonizáciu**. Okrem toho pozorujeme aktuálny presun inflačných faktorov na základné zložky spotrebného koša, ktoré odzrkadľujú napríklad ceny

energií alebo zvyšujúce sa mzdové náklady.

V tomto kontexte sa dá predpokladať ďalšie sprísňovanie menových politik zo strany amerického **Federálneho rezervného systému** (Fed) aj **Európskej centrálnej banky** (ECB). To sa nebude páčiť tomu, kto dúfa v rýchly menovo-politický obrat a opätovný pokles úrokových sadzieb. Zdá sa, že ani Bank of Japan (BoJ) sa už nehodlá nečinne prizerať: Uvoľnenie kontroly úrokovej krivky, ktoré v Japonsku znova umožňuje (mierny) rast výnosov z dlhopisov, by sa malo interpretovať ako prvý krok BoJ k prekonaniu dlhodobo nulového, či dokonca záporného výnosového prostredia.

**Celkovo to znamená:** Ekonomické riziká ešte nie sú prekonané. Inflačné tlaky nás pravdepodobne budú sprevádzať aj naďalej. Obmedzenia menovej politiky môžu trvať dlhšie, ako v súčasnosti očakávajú peňažné trhy.



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

### Z toho vyplýva nasledujúca taktická alokácia akcií a dlhopisov:

- Hodnoty na trhoch akcií, štátnych a podnikových dlhopisov sa medzičasom priblížili k neutrálnej hranici, ale väčšinou ich ešte nemožno označiť za lacné.
- Najmä americký akciový trh vyniká svojím vysokým ocenením. To je zapríčinené okrem iného jeho štatútom „bezpečného prístavu“, ktorý so sebou spravidla prinášal vyššie ocenenia už v minulosti.
- Skepsa manažérov fondov na celom svete pritom sotva ustúpila a ich prístup pri umiestňovaní investícií (pozicionovanie) je naďalej opatrný. Podľa prieskumu Bank of America sa však zároveň zmiernili obavy z recesie. Zásoby hotovosti, ktoré sú v dlhodobom porovnaní mimoriadne vysoké, sa znížili len nepatrne. To znamená, že „silní hráči“ na kapitálovom trhu by mali mať možnosť navýšiť počet akcií, čo by celkovo malo podporiť tento segment.
- Zatiaľ čo z hľadiska dlhodobej stratégie sa bude od akcií vyžadovať výnosový potenciál, z krátkodobého taktického hľadiska sa ponúka neutrálne váženie akcií a dlhopisov.

### Investičná téma:

#### Dividendy – stabilita v nepokojných časoch

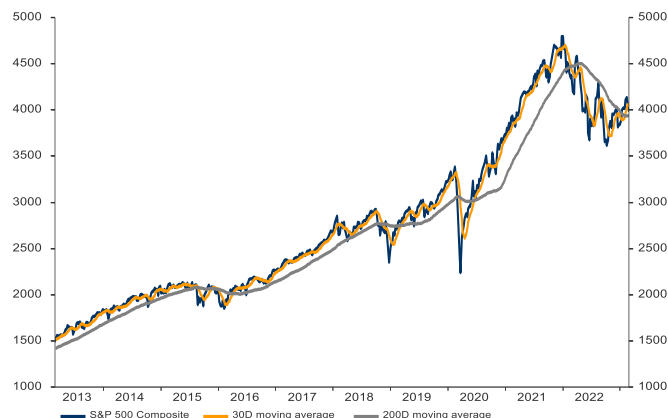
- Zotavenie v oblasti výplaty dividend po pandemickom roku 2020 pokračuje aj v roku 2022. Hoci podiel podnikov vyplácajúcich dividendy v indexe STOXX Europe 600 nie je úplne na úrovni pred pandémiou v roku 2019, vlní sa opäť zvýšil a dosiahol hranicu takmer 90 %. Podiel spoločností vyplácajúcich dividendy takmer dosiahol predchádzajúcu úroveň aj v rámci indexu S&P 500.
- Z vysokých dividend sa v minulosti mohli tešiť predovšetkým investori do európskych akcií. Ako je vidieť pri pozorovaní päťročných investičných cyklov od roku 1978 do konca roka 2022, pomáhali tieto stabilizovať celkovú výkonnosť v rokoch negatívneho vývoja kurzov. Dividendy vztiahnuté na anualizované výnosy za päť rokov dokázali čiastočne kompenzovať kurzové straty.
- Počas celého obdobia od roku 1978 do konca roka 2022 tvoril príspevok dividend k výkonnosti približne 35 % celkového anualizovaného výnosu z akciových investícií pre MSCI Europe. V Severnej Amerike (MSCI North America), respektíve v Ázii a Tichomorí (MSCI Pacific) určovali dividendy viac ako 26 %, resp. takmer 31 % – v každom prípade teda viac ako štvrtinu celkovej výkonnosti.
- Ako ukazujú naše vlastné výpočty, vychádzajúce z údajov Roberta Shillera<sup>1</sup>, samotné dividendy vo všeobecnosti kolíšu menej ako zisky podnikov.
- Skúmanie minulosti ukazuje: Dividendy nemusia nutne odolať každej búrke – napríklad pandémie. Môžu však preukázať určitú mieru spoľahlivosti, ktorá je predovšetkým v dobe rozvratu veľmi vítaná. Prispievajú pritom vysokou mierou k celkovým výnosom.

<sup>1</sup> Shiller, Robert; „U.S. Stock Markets 1871-Present and CAPE Ratio“; <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>; posledný prístup 13. decembra 2022. Predchádzajúce stiahnutie bolo vykonané v decembri 2021.

# Prehľad trhu k 27.02.2023

| Akciové indexy          |           |         |
|-------------------------|-----------|---------|
| SAX                     |           | 334     |
| Euro Stoxx 50           |           | 4.248   |
| S&P 500                 |           | 3.982   |
| Nasdaq                  |           | 11.467  |
| Nikkei 225              |           | 27.424  |
| Hang Seng               |           | 19.944  |
| KOSPI                   |           | 2.403   |
| Bovespa                 |           | 105.711 |
| Úrokové sadzby %        |           |         |
| USA                     | 3 mesiace | 4,95    |
|                         | 2 roky    | 4,86    |
|                         | 10 roky   | 3,97    |
| Eurozóna                | 3 mesiace | 2,70    |
|                         | 2 roky    | 3,02    |
|                         | 10 roky   | 2,49    |
| Japonsko                | 3 mesiace | 0,07    |
|                         | 2 roky    | -0,04   |
|                         | 10 roky   | 0,25    |
| FX                      |           |         |
| USD/EUR                 |           | 1,055   |
| Komodity                |           |         |
| Ropa (Brent. USD/barel) |           | 83,2    |

## S&P 500: 30 & 200 dní kľzavý priemer



Zdroj: Refinitiv Datastream, Allianz GI Global Capital Markets and Thematic Research, 28.02.2023

## POLITICKÉ UDALOSTI 2023

|             |    |                          |
|-------------|----|--------------------------|
| 8 March     | CA | Bank of Canada Meeting   |
| 10 March    | JN | Bank of Japan Meeting    |
| 16 March    | EZ | ECB Meeting              |
| 17 March    | RU | Bank of Russia Meeting   |
| 22–24 March | UN | UN Water Conference      |
| 22 March    | US | FOMC Meeting             |
| 23 March    | UK | BoE Policy Meeting       |
| 23–24 March | EU | European Council 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)).