

# Nerozbitný?

Pred pár týždňami sme sa na tomto mieste zamýšľali nad tým, či by prvé trhliny vo finančnom systéme mohli spôsobiť väčšiu opatrnosť centrálnych bánk, pokiaľ ide o cykly zvyšovania sadzieb.

Finančné trhy na túto otázku reagovali jasne – čiastočne sa na peňažnom trhu USA na konci roka predpokladal základný úrok 3,75 %, čo by k tomuto okamihu uprostred marca zodpovedalo poklesom úrokov zaokrúhlene o jedno percento (!) počas zvyšku roka 2023.

Medzičasom sa dokázala situácia v bankovom systéme upokojiť, preto o niečo ustúpili aj očakávania poklesu úrokov. Systémovú špirálu poklesu bolo možné pomerne rýchlo zastaviť rýchlym poskytnutím likvidity. Banky sú čoraz užšie previazanejšie s národnými hospodárstvami, v ktorých pôsobia. Bez mäkkého faktora dôvery nemôže banka dlhodobo prežiť. K dnešnému dňu však máločo nasvedčuje tomu, že sa tradičný, primerane prísne regulovaný bankový sektor bude nachádzať, podobne ako v rokoch 2007 až 2009, v epicentre ďalšej krízy, hoci



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

jednotlivé inštitúcie v USA v týchto dňoch bojujú o prežitie.

Okrem toho sa nadobro rozplynul strach z energetickej krízy a zimnej depresie v Európe. V Číne sa rýchlo znova rozbieha najmä domáce hospodárstvo. A v USA? Tu dosiaľ vytrvalo vzdoruje predovšetkým odvetvie služieb snahám Federal Reserve (Fed) o ochladenie hospodárstva. Spotreba stojí na pevných nohách. Zdá sa, že úspory z pandémie sú ešte dostupné a okrem toho prekvitajúci trh práce poskytuje domácnostiam dostatočnú výšku miezd.

To na druhej strane znamená malý pokrok v boji proti inflácii. Miera jadrovej inflácie tovarového koša výdavkov osobnej spotreby („Core PCE“), ktorú Fed uprednostňuje, dosahuje s ročnou mierou na úrovni 4,6 % naďalej viac ako dvojnásobok cieľa na úrovni 2 %. Iné metódy merania, napríklad index zriedkavo upravovaných „fixných“ cien atlantského Fedu, dokonca vykazujú medziročný nárast cien o viac ako 6 %.

Z globálneho hľadiska sa rast javí dokonca odolnejší, než sa očakávalo, obavy z recesie v USA a inde sú o niečo vzdialenejšie, než boli pred pár mesiacmi. Je však hospodársky cyklus nerozbitný? Skôr nie. Po prvé, postupne by sa mohol výraznejšie prejaviť účinok už podniknutých zvýšení úrokov, po druhé, mohlo by nasledovať ešte niekoľko (málo?) ďalších úrokových krokov, najmä zo strany tých, ktorí zaostávajú v normalizácii úrokových sadzieb,

napríklad Európskej centrálnej banky (ECB). Podmienky poskytovania úverov by sa mohli v kľúčových regiónoch sprísniť po sprísnení v bankovom sektore, čo je trend, ktorý sa začal pred najnovším riešením krízových situácií niektorých bánk. Vo výrobnom sektore sa už objavujú náznaky spomalenia prichádzajúcich objednávok, produkciu však v súčasnosti podporuje spracúvanie nevybavených objednávok.

To sa postupne prejavuje aj na vývoji zisku spoločností: Obraty, ako aj ziskové marže majú v porovnaní s mimoriadne silným minulým rokom klesajúcu tendenciu. Akcie ako „skutočné“ podiely na spoločnostiach však môžu preukázať svoju schopnosť v určitom rozsahu rýchlo preniesť zvyšovanie cien na svojich zákazníkov. V porovnaní s dlhšou históriou vyzerá rast obrátov, ako aj marží naďalej robustne.

Pre investorov z toho plynú nasledujúce dôsledky pri alokácii aktív:

Akciové trhy, predovšetkým v Európe, v poslednom čase vyvolávali dojem, že by dokázali prekonať „múr obáv“. Čím dlhšie sa hospodársky cyklus javí ako nerozbitný, tým vyššie by sa mohli šplhať. Existujú však naďalej veľmi platné argumenty pre výrazne nepokojnejší výhľad. Zostávame predovšetkým opatrní, z regionálneho hľadiska uprednostňujeme európske a ázijské trhy.

Čím nepokojnejšia je voda, v ktorej sa plavíme, tým vyššie sú šance, že by sme mohli smerovať k štátnym dlhopisom ako k bezpečnému prístavu. Neprehľadnosť týkajúca sa toho, koľko zvyšovanie úrokov najdôležitejších centrálnych bánk ešte bude nasledovať, však pretrváva. Boj proti inflácii by sa mohol ukázať skôr ako maratón.

Ak by centrálna banka USA, Fed, signalizovala odpútanie sa od cyklu zvyšovania úrokov o niečo skôr ako ostatné centrálny banky, mohlo by nastať zhodnocovanie mien ako euro alebo jen. V prípade týchto centrálnych bánk vidíme ešte silnejší potenciál sprísnenia menovej politiky.

Želám vám nerozbitnú náladu počas nadchádzajúcich týždňov.

Váš  
Stefan Rondorf

### Investičná téma: Dividendy – stabilita v nepokojných časoch

- Zotavenie vyplácaných dividend po pandemickom roku 2020 pokračuje aj v roku 2022. Podiel platcov dividend v indexe STOXX Europe 600 síce ešte celkom nedosahuje predpandemickú úroveň roka 2019, ale v uplynulom roku ďalej stúpala a dosiahol takmer 90 % prah. V prípade S&P 500 dokázal podiel spoločností vyplácajúcich dividendy takmer dobehnúť predchádzajúcu úroveň.
- Najmä investori do európskych akcií sa mohli v minulosti tešiť z vysokých súm výplát. Tieto sumy pomohli stabilizovať celkovú výnosnosť v rokoch negatívneho kurzového vývoja, čo naznačuje pozorovanie 5-ročných období investovania od roku 1978 do konca roka 2022. Z hľadiska anualizovaného výnosu za päť rokov dokázali dividendy čiastočne kompenzovať kurzové straty.
- Za celé obdobie od roku 1978 do konca roka 2022 bol anualizovaný celkový výnos akciovéj investície v prípade MSCI Europe zhruba na 35 % tvorený prínosom výnosnosti dividend. V Severnej Amerike (MSCI North America) resp. oblasti Ázie a Tichomoria (MSCI Pacific) tvorili celkovú výnosnosť z dobrých 26 %, resp. 31 %, teda v každom prípade z viac ako jednej štvrtiny, dividendy.
- Samotné dividendy kolísali celkovo menej ako zisky podnikov, čo naznačujú naše vlastné výpočty na základe údajov Roberta Shillera<sup>1</sup>.
- Z pozorovania minulosti vyplýva, že dividendy nedokážu odolávať každej búrke, napríklad pandémie, dokážu však preukázať určitú mieru spoľahlivosti, čo je veľmi vítané práve v časoch otrasov. Významne pritom prispievajú k celkovým výnosom.

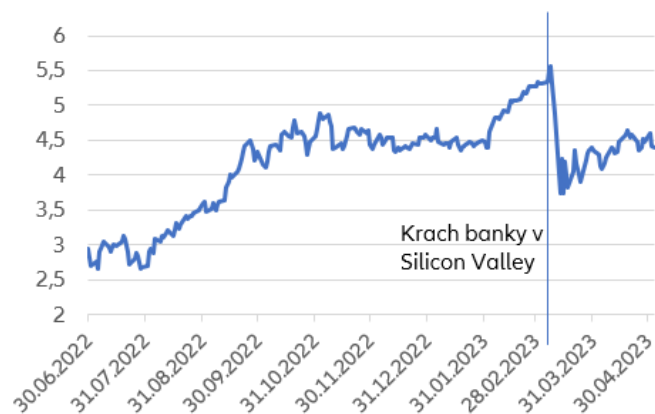
<sup>1</sup> Shiller, Robert; U.S. Stock Markets 1871-Present and CAPE Ratio; <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>; overované naposledy 26. apríla 2023. Stiahnutie predtým prebehlo v decembri 2021.

## Prehľad trhu k 02.05.2023

Akciové indexy		
SAX		312
Euro Stoxx 50		4.308
S&P 500		4.120
Nasdaq		12.081
Nikkei 225		29.158
Hang Seng		19.699
KOSPI		2.501
Bovespa		101.927
Úrokové sadzby %		
USA	3 mesiace	5,34
	2 roky	4,21
	10 roky	3,59
Eurozóna	3 mesiace	3,27
	2 roky	2,79
	10 roky	2,32
Japonsko	3 mesiace	0,07
	2 roky	-0,05
	10 roky	0,36
FX		
USD/EUR		1,097
Komodity		
Ropa (Brent. USD/barel)		75,4

## Dost' otrasený

Sadzba implikovaná futures na peňažný trh pre sadzbu amerického federálneho fondu v polovici decembra 2023



Zdroj: Bloomberg, AllianzGI Global Economics & Strategy, k 3. máju 2023

## POLITICKÉ UDALOSTI 2023

11 May	UK	BoE Policy Meeting
19 – 21 May	G7	G7 Summit in Japan
5 June	UN	Start UN-Climate Conference

→ [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, 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).