

Mesačník o kapitálovom trhu

Menej je viac.

Nie, toto nie je sarkastický nadpis pojednania o výkonnosti akciových trhov v posledných dňoch a týždňoch, ktorú charakterizovali opakované straty kurzov, ale komentár k intenzívne diskutovanej téme menovej politiky a inflačného prostredia. Nižšia inflácia znamená zachovanie kúpnej sily, je teda žiaduca. Menej expanzívna menová politika teda prináša „viac“ aj pre kapitálové investície. V skutočnosti však inflácia a v jej dôsledku i menová politika otriasajú kapitálovými trhmi. Samotné zvyšovanie úrokových sadzieb je nežiaduce. Je ale skutočne zlé? Nie, keď ide o to prelomiť inflačné očakávania a zredukovať nadmernú likviditu deformujúcu ceny na peňažných a kapitálových trhoch, ktorá vedie k zlým investíciám.

Inflácia živí infláciu. Preto je správne, že najmä americká centrálna banka Federal Reserve (Fed) a teraz aj Európska centrálna banka (ECB) silnejšie ťahajú za opraty úrokových sadzieb. Prechádzajú od „kvantitatívneho uvoľňovania“ (QE) ku „kvantitatívnemu sprísňovaniu“ (QT). V dôsledku to znamená, že predávajú štátne dlhopisy a znova zmenšujú vlastné bilancie. Centrálny banky sú pritom – dôkazom nech je predovšetkým zvýšenie sadzieb FEDu o 75 bázických bodov – už dlhovo hnané trhmi. Teraz by sa mali znovu pokúsiť získať kontrolu. Menší inflačný tlak znamená väčšiu kúpnu silu. To platí aj pre investičnú stránku, ako dokazujú dramaticky záporné reálne výnosy štátnych dlhopisov vo veľkej časti sveta.

Platí však aj to, že menšiu infláciu sprevádza tiež nižší dopyt, teda aj slabší rast. Zatiaľ čo sa Fed pokúša o mäkké pristátie hospodárstva („soft landing“), je oveľa pravdepodobnejší



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

Inflácia živí infláciu – a preto je správne, že najmä americký Federálny rezervný systém a teraz aj Európska centrálna banka silnejšie ťahajú za opraty úrokových sadzieb.

24.06.2022

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	370	USA	3 mesiace 2,23
Euro Stoxx 50	3 594		2 roky 3,01
S&P 500	3 912		10 rokov 3,07
Nasdaq	11 608	Eurozóna	3 mesiace -0,19
Nikkei 225	26 871		2 roky 0,68
Hang Seng	21 719		10 rokov 1,44
KOSPI	2 367	Japonsko	3 mesiace 0,07
Bovespa	98 672		2 roky -0,08
			10 rokov 0,23
FX		Komodity	
USD/EUR	1,052	Ropa (Brent. USD/barel)	113,2

tvrdý stret so zemou („hard landing“) – teda rast pod úrovňou potenciálu. Nedá sa vylúčiť, že najväčšiu svetovú ekonomiku čaká recesia. Ochladenie konjunktúry zároveň znižuje inflačný tlak a dáva centrálnym bankám opäť voľnejšiu ruku. Aj tu platí, že menej je viac.

Menej volatility a viac výnosov vám želá

Dr. Hans-Jörg Naumer.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Ako ukazuje globálny prieskum, ktorý Bank of America vykonala medzi manažérmi fondov, prepli títo už dávno na opatrný režim. Výrazne sa zvýšila držba hotovosti. Spolu s defenzívnymi odvetviami dominujú v sektorovej alokácii komodity vrátane energií.
- Podľa tohto prieskumu spôsobujú vrásky na čelách manažérov fondov najmä centrálna banka, ktoré zaujali ešte viac jastrabí postoj, a v tesnom závесе globálna recesia. Na prvých troch miestach rebríčku obáv je tiež inflácia.
- Riziká rastu sa miešajú s obratom menovej politiky, ktorá redukuje likviditu a mierne znižuje deformáciu ceny peňazí. To naznačuje pokračovanie opatrnej investičnej stratégie.

Akcie:

- V správach podnikov sa čoraz viac prejavujú problémy dodávateľských reťazcov a tlaky na zvyšovanie miezd, následkom čoho nebudú niektoré spoločnosti pravdepodobne schopné naplniť ziskové očakávania.
- K tomu sa pridáva obrat menovej politiky centrálnych bánk vo fáze slabného rastu, na konci ktorej nemožno prinajmenšom v USA vylúčiť recesiou.
- V dôsledku kurzových strát v posledných týždňoch sa ocenenia na akciových trhoch celkovo zmiernili. Nie je však možné vylúčiť možné sklamanie zo ziskov podnikov, čo hodnotenia relativizuje.
- Pokiaľ ide o akcie, stále sa zdá, že opatrnosť je na mieste. Správnym smerom sa zdá byť široká diverzifikácia s ťažiskom spočívajúcim na kvalitných akciách vyznačujúcich sa silnými súvahami. K nim môžu patriť tematické investície, zamerané napríklad na energetickú, potravinovú („food security“) alebo kybernetickú („cybersecurity“) bezpečnosť, a spoločnosti mimoriadne profitujúce na boji proti klimatickým zmenám.

Dlhopisy:

- Na strane dlhopisov čoraz viac prevládajú očakávania, že Fed bude pokračovať v kurze zvyšovania sadzieb s cieľom prelomiť inflačné očakávania, zatiaľ čo ECB začína cyklus zvyšovania sadzieb. Síce neskoro a opatrne, ale predsa sa blíži koniec obdobia záporných depozitných sadzieb. Zároveň sa začína znižovanie nafúknutých súvah centrálnych bánk. Oba faktory zatažujú dlhopisové trhy. Ani tu nie je pravdepodobné, že by volatilita v dohľadnom čase zmizla, hoci sa zdá, že pokiaľ ide o infláciu a menovú politiku, je už mnohé zohľadnené.
- Deklarovaný zámer ECB čeliť „fragmentácii dlhopisových trhov“ v eurozóne by mal pomôcť stabilizovať rozpätie výnosov štátnych dlhopisov krajín periférie eurozóny. Zatiaľ však nie je jasné, do akej miery budú nástroje ECB v konečnom dôsledku fungovať a či ich vôbec bude možné použiť v kontexte zmlúv o menovej únii.
- Pri obavách o dlhovú udržateľnosť štátnych rozpočtov by sa však nemala podceňovať skutočnosť, že priemerné úrokové zaťaženie verejných rozpočtov je stále nízke a priemerná doba financovania štátnych dlhov sa predĺžila. [Pomôcť by mohli náklady na refinancovanie znížené v priebehu fáze negatívnych úrokových sadzieb, ktoré sú zároveň kompenzované vysokou mierou inflácie, čo zmiernuje zaťaženie štátov.](#)

- Po dlhšej fáze negatívnych nominálnych sadzieb teraz finančná represia pokračuje fázou negatívnych reálnych úrokov.
- Celkovo sa zdá, že na niektorých dlhopisových trhoch bude možné opäť uvažovať o dlhších splatnostiach (presnejšie: o predĺžení durácie dlhopisov). To platí napríklad pre Austráliu, Kanadu a Spojené štáty americké.
- V prípade podnikových dlhopisov, ako aj dlhopisov rozvíjajúcich sa trhov (tzv. „emerging markets“) je stále vhodný selektívny prístup. Pre podnikové dlhopisy 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:

- Špekulatívne čisté pozície na americký dolár opäť narástli. V neistom prostredí nadobudol ešte väčší význam ako „bezpečná mena“, čo by ho malo aj naďalej zvýhodňovať.
- Z perspektívy parity kúpnej sily sa americký dolár naďalej javí ako nadhodnotený.
- V dôsledku rozdielnej menovej politiky Fedu v porovnaní s ECB a Bank of Japan (BoJ) by sa však mal naďalej tešiť podpora. O to viac, že aj výnosy amerických štátnych dlhopisov („treasuries“) sú z relatívneho pohľadu atraktívnejšie.

Komodity:

- Po rokoch nízkych investícií do výrobných kapacít je ponuka mnohých komodít obmedzená a zodpovedá silnému dopytu. Mnohé kovy, ako napríklad meď, budú pravdepodobne ešte nejaký čas podporované dopytom v dôsledku elektrifikácie mobility a nevyhnutnej modernizácie elektrických sietí.
- Invázia na Ukrajinu vrhá tiež na energetické trhy: Mnohí zákazníci už nechcú kupovať ruské komodity, ale kapacity inde sa nedajú zvýšiť okamžite.
- V prostredí vyššej miery inflácie rastie atraktivita primiešania komoditných titulov. V každom prípade je však nutné postupovať s citom, pretože spomalenie hospodárskeho rastu asi neobíde ani ceny komodít – čo by sa zase mohlo postarať o určité zmiernenie inflácie.

Investičná téma: [Sedem návykov úspešných investorov](#)

- Investovanie a budovanie bohatstva nie sú triviálne záležitosti, najmä ak investori oscilujú medzi averziou voči riziku a snahou o dosiahnutie výnosov. Sedem jednoduchých návykov vám môže pomôcť vybudovať svoj kapitál v klude a bez stresu.
- Návyk č. 1: Spoznajte sami seba – a skúmajte svoje zámery! Náš mozog je výsledkom evolučného procesu, ktorý prebiehal tisícky rokov. To vedie k tomu, že aj dnes máme tendenciu k vzorcom správania z doby kamennej, ktoré sa nedajú vždy racionálne vysvetliť.
- Návyk č. 2: Kontrolnou veličinou investičného rozhodnutia by malo byť „zachovanie kúpnej sily“, nie „bezpečnosť“! Zdá sa, že všetko sa točí okolo témy „bezpečnosť“, pričom „bezpečnosť“ sa často (mylne) chápe ako absencia kurzových výkyvov. Nie je vhodné podceňovať ani infláciu.
- Návyk č. 3: Základný zákon kapitálových investícií – vsádzajte na [prémium z rizika!](#) Logika za týmto pravidlom je nasledujúca: Kto investuje s väčším rizikom, môže očakávať, že jeho investície prinesú v priebehu času vyšší výnos ako bezrizikové, a teda aj menej šancí prinášajúce alternatívne investície.
- Návyk č. 4: Investovanie má prednosť pred špekuláciou! Ak usilujete o dlhodobé budovanie kapitálu, nešpekulujte, ale investujte. Špekulácia je vsádzanie na krátkodobé pohyby akciových kurzov. Investovaním sa rozumie strednodobá až dlhodobá kapitálová investícia.
- Návyk č. 5: Závazok ku konkrétnej stratégii pomáha vyhnúť sa unáhleným rozhodnutiam.
- Návyk č. 6: Čo môžete urobiť dnes, neodkladajte na zajtra. Pri investovaní by sa nemal podceňovať efekt zloženého úroku.
- Návyk č. 7: Vsádzať na [aktívny manažment](#). Kto sa rozhodne pre aktívnu správu fondov, nespolieha sa len na to, že mu profesionáli skrytí za fondom prinesú dodatočné výnosy. Takisto menej riskuje, že v jeho portfóliu zostanú niekdajší miláčikovia burzy ako „mŕtve kone“.

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).