

Mesačník o kapitálovom trhu

Nabité energiou

Podobne ako vlny horúčav, ktoré na severnej pologuli znova nabili vzduch energiou, postaral sa v politickej Európe o výbušnú atmosféru nový faktor neistoty: nestabilná situácia v oblasti dodávok energie, najmä zemného plynu. V reakcii na obmedzené a prinajmenšom neisté dodávky plynu z Ruska sa členské štáty EÚ dokázali koncom júla dohodnúť na núdzovom pláne zameranom na úsporu plynu, ktorý by mal platiť od augusta 2022. Tlak na dosiahnutie šablónovitého kompromisu, typického pre EÚ, vyvolali predovšetkým pochmúrne hospodárske prognózy. Napríklad nemecká Spolková banka predpovedá vo svojom rizikovom scenári na rok 2023 (ktorý predpokladá úplné zastavenie dodávok ruského zemného plynu a následne vážne zhoršenie priemyselnej výroby) pokles hrubého domáceho produktu Nemecka o viac ako 6 % v porovnaní so základným scenárom. To by znamenalo hmatateľnú hospodársku krízu pre celý kontinent. Takáto kríza by mala byť prinajmenšom výrazne zmiernená prezieravými úsporami zemného plynu, ako aj novými zdrojmi jeho obstarávania.

Tento mix rizík udržiava ceny plynu na veľmi vysokej úrovni, zatiaľ čo ceny mnohých iných komodít sa v poslednom čase zmiernili, čo je prvým príznakom výhľadu hospodárskeho útlmu, a teda aj určitého zmiernenia inflačných tlakov. Napriek tomu vynakladajú centrálné banky značné množstvo energie na to, aby sa im inflačné očakávania nevymkli spod kontroly a aby bojovali s infláciou, ktorá je naďalej úporná. A tak sa zdá, že pre väčšinu centrálnych bánk v súčasnosti platí, že obavy z inflácie prekonávajú obavy o rast. V júli naskočila Európska centrálna banka (ECB) s určitým oneskorením na vlnu zvyšovania úrokových sadzieb. Opustila terén záporných depozitných sadzieb zvýšením úrokovej sadzby o pol percentuálneho bodu. Pritom už na začiatku



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist Global
Economics & Strategy

Zdá sa, že pre väčšinu centrálnych bánk platí v súčasnosti nasledujúce: Obavy z inflácie prekonávajú obavy o rast

01.08.2022

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	375	USA	3 mesiace 2,79
Euro Stoxx 50	3 679		2 roky 2,92
S&P 500	4 119		10 rokov 2,64
Nasdaq	12 369	Eurozóna	3 mesiace 0,23
Nikkei 225	27 595		2 roky 0,28
Hang Seng	19 689		10 rokov 0,77
KOSPI	2 452	Japonsko	3 mesiace 0,07
Bovespa	102 225		2 roky -0,10
			10 rokov 0,12
FX		Komodity	
USD/EUR	1,023	Ropa (Brent. USD/barel)	100,2

cyklu zvyšovania úrokových sadzieb vytvorila určité „dvojité dno“. Prostredníctvom nového nástroja môže poprípade zasiahnuť, ak by úrokové prémie juhoeurópskych štátnych dlhopisov zásadne prekročili oprávnenú úroveň, za predpokladu, že daná krajina inak dodržiava príslušné európske rozpočtové pravidlá. Či sa tento nástroj osvedčí v praxi, je na prvý pohľad dosť otázne.

Akcionári sa vykázaním správ práve prepracovali k druhému štvrťroku 2022. V prípravnom štádiu vykazovacieho obdobia možno vývoj odhadov ziskov doslova a do písmena označiť za energeticky nabitý. To vyplýva zo skutočnosti, že odhady ziskov už niekoľko mesiacov podporuje takmer výlučne energetický sektor, zatiaľ čo dôvera v prípade spoločností závislých od spotreby už klesla. V dôsledku oslabenia predstihových ukazovateľov by sme preto mohli po skončení vykazovacieho obdobia zaznamenať viac nadol revidovaných odhadov ziskov. Tieto by sa mohli čiastočne, možno ale ešte nie úplne, prejavíť klesajúcimi kurzami. To je dôležitý dôvod, prečo sa zatiaľ odporúča opatrný postoj na kapitálových trhoch. Doteraz sa však s každou z minulých kríz otvorili aj príležitosti.

Vráťte sa z dovolenky nabití energiou, to vám želá

Stefan Rondorf

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- O rastúcich rizikách recesie na oboch stranách Atlantiku diskutuje v súčasnosti široké spektrum účastníkov trhu, prípadná recesia by teda neprišla nečakane.
- Prepad do nej by ešte stále mohli zastaviť dva faktory: 1) odolní spotrebitelia, ktorí síce majú podľa prieskumov horšiu náladu kvôli strate kúpnej sily, ale v súčasnej dobe ešte stále pomerne štedro míňajú svoje úspory z pandémie, poprípade ťažia z robustného trhu práce, 2) dočasné silné oživenie rastu po politike „nulového covidu“ v Číne.
- Perspektíva, že centrálné banky napriek zvyšujúcim sa obavám o rast neustúpia od reštriktívnejšieho nastavenia menovej politiky, naďalej podnecuje opatrný pohľad na akciové trhy a ďalšie rizikové triedy aktív, ako sú napríklad dlhopisy s vysokým výnosom. Výhľady dlhopisových trhov sú čoraz vyrovnanejšie: Hoci spomalenie hospodárskeho rastu zvýhodňuje (jadrové) štátne dlhopisy, javí sa výraznejšie zvýšenie úrokových sadzieb, než v súčasnosti očakávajú peňažné trhy, naďalej ako pravdepodobné.

Akcie:

- V dôsledku kurzových strát v uplynulých týždňoch sa ocenenia na akciových trhoch celkovo zmiernili. Niektoré trhy mimo USA možno medzičasom považovať za výhodné. Čím úpornejšia je inflácia a čím reštriktívnejšia je menová politika, tým dlhšie bude pôsobiť protiviator ocenení.
- Od konca júla možno vykazovacie obdobie 1. polroka 2022 považovať za uspokojivé, ale predsa len o niečo menej presvedčivé ako minuloročné veľmi silné správy o ziskoch.
- Zo sektorového hľadiska sú akcioví investori už teraz veľmi defenzívni, to znamená umiestnení v odvetviach, ktoré nie sú toľko závislé od hospodárskeho rastu. Napriek tomu sa silnejšie zapojenia v cyklických odvetviach zdajú byť predčasné.
- Široká diverzifikácia s ťažiskom v kvalitných akciách vyznačujúcich sa silnými súvahami a pákou na tvorbu cien sa zdá byť nevyhnutnosťou. K nim môžu patriť aj tematické investície, zamerané napríklad na energetickú, potravinovú alebo kybernetickú bezpečnosť, a spoločnosti mimoriadne profitujúce na boji proti klimatickým zmenám.

Dlhopisy:

- Po dlhom období záporných nominálnych úrokových mier pokračuje finančná represia fázou záporných reálnych sadzieb.
- Na strane dlhopisov účastníci trhu doposiaľ očakávali, že americká centrálna banka Fed bude pokračovať v kurze zvyšovania sadzieb s cieľom prelomiť inflačné očakávania, zatiaľ čo ECB začala so zvyšovaním sadzieb iba nedávno. Zároveň sa začína znižovanie náfučných súvah centrálnych bánk. Oba faktory budú pravdepodobne naďalej pôsobiť na dlhopisové trhy.
- S vidinou pochmúrneho hospodárskeho výhľadu však peňažné trhy v USA predpokladajú, že cyklus zvyšovania sadzieb Fedu dosiahne vrchol už približne v prvom štvrtroku 2023. To sa z dnešného pohľadu zdá byť predčasné, pretože vrchol inflácie môžeme očakávať v najbližších mesiacoch, lenže pretrvávajúce faktory, ktoré poháňajú infláciu, napríklad mzdy a nájomné, budú vyžadovať dôslednejšie sprísňovanie menovej politiky.
- Nový „nástroj na ochranu transmisie“ poskytuje ECB veľkú flexibilitu pri podpore juhoeurópskych dlžníkov, pričom neexistuje žiadne objemové obmedzenie. Potešiteľné je, že aktiváciu tohto nástroja by malo predchádzať posúdenie situácie rôznymi inštitúciami.

Hlavnou otázkou by mohlo byť, kedy presne dôjde k zásadne neodôvodnenému zvýšeniu výnosov dlhopisov. Uvidíme, či sa tento nástroj ukáže ako použiteľný v praxi a či obstojí pri právnom preskúmaní.

- 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 na riziká poklesu na strane rastu sa dá počítať s defenzívnejšou alokáciou.

Meny:

- V júli došlo k niekoľkým pozoruhodným menovým pohybom: Euro sa krátko obchodovalo pod paritou voči americkému doláru a za jeden americký dolár bolo potrebné zaplatiť takmer 140 japonských jenov. V oboch prípadoch možno znehodnotenie vysvetliť najmä rozdielmi v hlavných úrokových sadzbách a v komunikácii menovej politiky zo strany jednotlivých centrálnych bánk.
- Špekulatívni investori sú už teraz veľmi silno nastavení na „dlhej“ strane amerického dolára. Preto sa zdá byť pravdepodobný aspoň krátkodobý technický protipohyb v prospech eura alebo jenu.
- V súčasnom neistom prostredí by americký dolár mohol byť napriek tomu považovaný za klasický „bezpečný prístav“, podobne ako švajčiarsky frank.
- Z perspektívy parity kúpnej sily sa americký dolár naďalej javí ako nadhodnotený.

Komodity:

- Zatiaľ čo európska energetická kríza spôsobila, že ceny plynu relevantné pre Európu dosiahli na trhoch s futures nové rekordné hodnoty, ceny mnohých iných komodít vrátane ropy v poslednom čase klesli. To je na jednej strane odrazom nižšieho dopytu z Číny počas lockdownov v posledných mesiacoch a na druhej strane ochladenia konjunktúry, ktoré je možno pozorovať na celom svete. To by mohlo zmierniť obavy z inflácie.
- Napriek tomu: Po rokoch nízkych investícií do výrobných kapacít je ponuka mnohých komodít obmedzená a aspoň čiastočne zodpovedá silnému dopytu. Mnohé kovy, ako napríklad meď, by mali byť naďalej štruktúrne podporované dopytom v dôsledku elektrifikácie mobility a nevyhnutnej modernizácie elektrických sietí.

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 pokoji a bez stresu.
- Návyk číslo jedna: 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“. „Bezpečnosť“ sa pritom často (mylne) chápe ako absencia kurzových výkyvov – a nie je radno podceňovať ani infláciu.
- Návyk č. 3: Základný zákon kapitálových investícií – vsádzajte na [prémium z rizika](#)! Logika za tým: 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 kapitálovej investícii 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).