

Mesačník o kapitálovom trhu

„Winter is coming.“

„Zima sa blíži.“ Táto fráza, ktorá opakovane zaznieva vo fantasy epose Hra o tróny, je z kalendárneho hľadiska banalitou. Zatiaľ čo na severnej pologuli sa zima skutočne blíži, z ekonomického hľadiska je toto tvrdenie oveľa zložitejšie: Otázkou nie je, či zima príde, ale aká tuhá bude. Dopyt po energii, najmä po plyne, sa bude pravdepodobne vyvíjať zodpovedajúcim spôsobom.

Na rozdiel od ropy neexistuje svetový trh so zemným plynom, ako to vyplýva napríklad z existencie rôznych búrz a ich cien plynu. Vzhľadom na nedostatok medzikontinentálnych plynovodov spôsobili výpadky dodávok ruského plynu šok v zásobovaní starého kontinentu. To viedlo k obrovskému zvýšeniu ceny plynu pre Európu. Táto spôsobuje problémy priemyslu, ktorý čelí výraznému cenovému šoku v dôsledku neistých dodávok, a negatívne ovplyvňuje aj spotrebu, pretože sa znižuje kúpna sila. V tomto ohľade zostáva zima faktorom neistoty pre hospodárstvo a infláciu, ktorú možno zmierniť len budovaním kapacít, ako sú terminály LNG.

Nemožno však prehliadnuť, že cena ropy, najmä WTI, ktorá je pre USA taká dôležitá, má od júna klesajúci trend. Cena ropy Brent, ktorá je pre Európu dôležitejšia, sa vyvíjala takmer rovnako. Zároveň sa znížila aj prirážka k európskej cene plynu. Od normálu sme ešte ďaleko, ale toto je viac ako prísľub nádeje.

Nádeje, ktorá by mala priniesť úľavu aj ekonomike. Potrebuje ju ako soľ. Pretože tu znamenania ohlasujúce zimu jednoznačne zosilneli. Náš makroekonomický index, ktorý sleduje vývoj svetovej ekonomiky, sa oslabil, pričom rastové očakávania sa ďalej znížili. Recesia v Európe sa zdá byť hotovou vecou.



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

„Winter is coming“ – zima sa blíži. To je síce pravda, ale platí tiež, že po každej zime prichádza jar. Mnohé ukazovatele nálady však predpovedajú dobu ľadovú.

28.10.2022

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	336	USA	3 mesiace 4,44
Euro Stoxx 50	3 613		2 roky 4,35
S&P 500	3 901		10 rokov 3,94
Nasdaq	11 102	Eurozóna	3 mesiace 1,61
Nikkei 225	27 587		2 roky 1,79
Hang Seng	14 863		10 rokov 1,97
KOSPI	2 268	Japonsko	3 mesiace 0,05
Bovespa	114 539		2 roky -0,04
			10 rokov 0,25
FX		Komodity	
USD/EUR	0,995	Ropa (Brent. USD/barel)	95,8

Na druhej strane sa zdá, že hospodárstvo USA je odolnejšie.

„Winter is coming“ – zima sa blíži. To je síce pravda, ale platí tiež, že po každej zime prichádza jar. To isté by malo platiť aj pre finančné trhy. Dôkazom toho by mohli byť ceny energií. Ale aj skutočnosť, že mnohé indikátory nálad už predpovedajú dobu ľadovú. A to, čo sa už očakáva, môže len ťažko niekoho prekvapiť.

Prajem nám všetkým burzovú jar,

Dr. Hans-Jörg Naumer.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Hoci svetová ekonomika prekročila svoj zenit, recesia v Európe je prakticky nevyhnutná a podľa našich vlastných modelov sa zvýšila aj pravdepodobnosť recesie v USA, v poslednom čase sa čoraz viac objavujú náznaky, že vrchol celkovej miery inflácie sme už prekročili.
- Na rozdiel od celkovej inflácie sa však globálna miera jadrovej inflácie naďalej zvyšuje. To by malo povzbudiť hlavné centrálné banky, s významnou výnimkou Čínskej ľudovej banky (PBoC), aby si zachovali svoj jastrabí postoj.
- Z **taktického hľadiska** je vzhľadom na pretrvávajúcu geopolitickú neistotu zrejme, že je potrebné pokračovať v opatrnej alokácii.
- Tí, ktorí neinvestujú v strednodobom a dlhodobom horizonte, už vidia jasný negatívny sentiment, ktorý sa odráža v hospodárskych a trhových ukazovateľoch. Najnovší globálny prieskum Bank of America medzi manažermi investičných fondov („Fund Manager Survey“) ukazuje niekoľkonásobný pokles nálady. Očakávania makroekonomického vývoja sa podľa prieskumu prakticky zrútili. Manažéri fondov kapitulovali. Ich preváženie hotovosti pri súčasnom podvážení akcií sa pohybuje na území nazvanom „horšie_to_už_byť_nemôže“.
- Namiesto toho, aby po burzovej zime prišla jar, trhy zrejme predpovedajú dobu ľadovú. To by sa mohlo rýchlo stať kontraindikátorom.

Akcie:

- Pokiaľ ide o ukazovatele ocenenia, na akciových trhoch pokračuje proces normalizácie. Pomaly sa objavujú budúce príležitosti pre trpezlivých investorov. Tie sú o to zreteľnejšie, že nálada na trhoch už akoby odrážala „dobu ľadovú“.
- Kým sa súčasná nálada nezmení, je vhodné naďalej udržiavať taktickú defenzívnu orientáciu v akciových portfóliách. Stratégie postavené na nosných akciách diverzifikovaných naprieč mnohými sektormi a s vysokými výplatami dividend, by teraz mohli prejavíť svoje prednosti.
- Zároveň má zmysel strategicky pripraviť portfóliá na očakávaný rast miery inflácie zvýšením hmotných aktív, medzi ktoré patria aj akcie.

Dlhopisy:

- Inflácia je naďalej na dennom poriadku – a to aj pre centrálnu banku.
- Cena ropy a rastový cyklus určujú infláciu v krátkodobom horizonte. Dlhodobejšími faktormi inflácie sú jednotkové náklady práce, podiel amerických štátnych dlhopisov v držbe Federálneho rezervného systému (Fed) a medzinárodný obchod, ako aj boj proti klimatickým zmenám.
- Treba počítať s ďalšími výraznými zvýšeniami základných úrokových sadzieb zo strany Fedu. Fed má v úmysle obnoviť svoju dôveryhodnosť v boji proti inflácii aj za cenu nevyhnutného oslabenia dopytu.
- Na dlhopisových trhoch sa penzencia inflácie do určitej miery normalizovala, aj keď ešte nie v plnom rozsahu. Je treba očakávať najmä rast reálnych a v dôsledku toho aj nominálnych výnosov.
- V tejto súvislosti je čoraz zreteľnejšie ďalšie skracovanie durácie, najmä na európskom dlhopisovom trhu.
- V prípade podnikových dlhopisov (investičného stupňa aj s vysokým výnosom – t. j. s dobrou aj horšou bonitou) sa stále odporúča defenzívna pozícia. V kontexte zvýšeného rizika globálnej recesie sa ocenenie nezdá byť veľmi atraktívne.

Meny:

- Podľa nášho vlastného 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 energie sa opäť presunie v neprospech Spojených štátov.
- Pokiaľ by pokračovalo posilňovanie amerického dolára, zvýši sa celosvetovo riziká pre finančnú stabilitu – najmä na rozvíjajúcich sa trhoch, ktoré musia obsluhovať svoje vysoké dlhy denominované v amerických dolároch. Prostredníctvom slabšej 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 faktory vplyvu vysielajú 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), zatiaľ čo 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: Tematické investovanie

- Zdá sa, že tematické investovanie, chápané ako kapitálové investície, ktoré presahujú hranice krajín alebo sektorov, a zameriavajú sa na dlhodobé trendy, získava u investorov na popularite.
- V konečnom dôsledku ide o „investovanie do akcií v 4D“. Deglobalizácia napreduje. Tektonika geopolitických platní sa prejavuje nielen v narušení dodávateľských reťazcov, ale posilňuje ju aj ďalší pozitívny impulz: digitalizácia.
- Keďže roboty sú stále lacnejšie, výroba v zámorí prináša stále menej výhod. Presun výroby späť tam, kde sú kupujúci, bude stále jednoduchší a lacnejší.
- K tomu sa pridáva aj demografia. Demograficky sa svet síce neustále rozrastá, ale zároveň starne. Celosvetovo klesá podiel ľudí v produktívnom veku na celkovej populácii. Tlak na mzdy je predvídateľný.
- Zároveň sa presadzuje trend dekarbonizácie svetového hospodárstva.
- Deglobalizácia, digitalizácia, demografia a dekarbonizácia sú štyri veľké „D“, ktoré sa odrážajú aj vo vývoji – napríklad rastúceho dopytu po surovinách a rastúcej urbanizácie. Dlhodobo orientovaní investori by sa mali týmto trendom venovať podrobnejšie.

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).