

# Neuveriteľný deň – Groundhog Day

Podľa vyhľadávani cez Google je výraz „soft landing“ v trende už dobré dva roky, zatiaľ čo pojem „recesia“ zažil výrazný vzostup v polovici roka 2022, pričom potom zase výrazne oslabil.

Nie je preto prekvapujúce, že počas posledných kvartálov stále viac stúpali prognózy rastu konsenzuálnych odhadov pre hospodárstvo USA. Toto správanie pripomína nekonečnú slučku, pretože sa vždy znova z klobúka vyčaruje scenár tzv. mäkkého pristátia. Presne ako vo filme Neuveriteľný deň.

Ako ukazuje história, predvídavosť expertov v oblasti hospodárskych poklesov je pozoruhodne zlá. Od polovice 60. rokov dodnes došlo síce v USA podľa National Bureau of Economic Research (NBER) k ôsmim recesiám, konsenzuálne odhady,

ktoré boli získané z prieskumov medzi ekonómami, len v dvoch prípadoch prekročili prah pravdepodobnosti 50 %, a to tiež až po nástupe recesie.

Neexistuje ani presná definícia toho, čo znamená **mäkké pristátie**. Zatiaľ čo väčšina odborníkov ako predpoklady vníma nízky ale kladný rast hrubého domáceho produktu (HDP) a celkové oslabenie trhu práce, existuje aj iný spôsob nazerania, v rámci ktorého by mäkké alebo jemné pristátie mohlo nastať aj pri miernej recesii. Zjednodušene sa predpokladá, že pod „soft landing“ môžeme rozumieť hospodársky scenár, v ktorom sa úspešne odvráti recesia napriek výraznému sprísňovaniu menovej politiky. Najmä v **Spojených štátoch** sa dajú ako mäkké pristátia identifikovať tri historické prípady (1966, 1984 a 1995), ktoré nasledovali po zvýšení úrokov o 300 bázických bodov alebo viac a v prípade ktorých nenastala v nasledujúcich troch rokoch recesia.

## Kde sa teda nachádzame?

Mnoho ukazovateľov hospodárskeho vývoja naznačuje, že hospodárstvo USA nastúpilo na zraniteľnú neskorú fázu cyklu, ktorá je charakterizovaná okrem iného aj nanajvýš napätým trhom práce, uzavretou produkčnou medzerou, znižujúcimi sa maržami podnikov, oslabujúcim rastom množstva peňazí a inverznou

úrokovou krivkou (čo v minulosti bolo predvídanie recesie na dlhopisových trhoch). V tomto kontexte majú menové orgány USA málo voľnosti, aby mohli rýchlo znižovať základné úrokové sadzby, keďže udržateľná cesta späť k želanej úrovni inflácie je ešte v nedohľadne. Je ťažké si predstaviť, že by sa tlmenie inflačného tlaku pritom zaobišlo bez značného oslabenia trhu práce. V ideálnom prípade by klesal len vysoký počet voľných pracovných miest bez toho, aby došlo k rastu miery nezamestnanosti.

Netreba podceňovať ani (potenciálne) sprísňovanie finančných podmienok, ktoré sa ešte, napriek uskutočnenému zvyšovaniu úrokov a predajom dlhopisov zo strany Fedu, ktorého rozsah sa ešte neukazuje. Prinajmenšom pokiaľ ide o ukazovateľ finančných podmienok zostavený chicagskym Fedom.

V globálnom kontexte už **Európa** stojí na prahu recesie, pričom **Nemecko** tento prah už prekročilo. Na druhej strane **Čína** dáva nádej, že hospodárske dno sa dosiahlo a teraz smeruje k návratu na cestu rastu. Tento vývoj by podporili rozsiahle politické stimuly.



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

V nasledujúcich týždňoch sa takisto ukáže, či sa môžeme oslobodiť zo zdanlivej nekonečnej slučky debaty o mäkkom pristáti a buď nastúpi recesia, alebo tento scenár na konci predsa len potvrdí, čo sľubuje.

Nemožno pritom vylúčiť sklznutie hospodárstva USA do recesie.

Pridávajú sa **(geo-)politické neistoty**. V USA sa odložilo, ale neuzavrelo **rozhodovanie o finančnom priestore verejnej správy** s hroziacim shutdownom (teda zatvorením verejných úradov z dôvodu chýbajúceho financovania). Bojové operácie na **Blízkom východe** nesú latentné riziko rozšírenia, ktoré sa ekonomicky môže prejavíť rastúcou cenou ropy.

Pre **trhy** by tento ďalší vývoj – mäkké pristátie alebo recesia – nemusel zostať bez následkov, pričom dochádza k interakcii s menovou politikou. Každéj recesii v Spojených štátoch od 50. rokov 20. storočia predchádzal cyklus zvyšovania úrokov Federálnej rezervy (Fed), ale nie každý cyklus zvyšovania úrokov viedol k recesii. V predchádzajúcich 12 cykloch zvyšovania úrokov Americkéj centrálnej banky nasledovali po poslednom zvýšení úrokov vždy záporné výnosy v hlavnom indexe S&P500, keď sa v rámci nasledujúcich 12 mesiacov vyvinula recesia. Naopak, výnosy akcií boli výrazne pozitívne v prípade mäkkého pristátia alebo ak sa recesia posunula o viac ako jeden rok po poslednom zvýšení úrokov. Z historického hľadiska to bol skôr hospodársky cyklus než cyklus menovej politiky, ktorý v prvom rade ovplyvňoval osud trhov s rizikovejšími titulmi aktív.

### Taktická alokácia akcií a dlhopisov

V kontexte menovej politiky a hospodárskeho vývoja a aj so zreteľom na náš najnovší samit o investíciách sa odporúča takáto alokácia akcií a dlhopisov:

- Z Investori by sa mali nastaviť na vyššie nominálne úroky pri štruktúrne zvýšenej inflácii a pretrvávajúcej volatilite.
- Vzhľadom na zvýšené riziká sa ako takticky vhodné javí opatrnejšie alokovanie do akcií.
- V prípade trhov so štátnymi dlhopismi vznikajú ešte riziká súvisiace s duráciou, ale pomaly sa dá predierať vpred, najmä ak vychádzame zo scenára recesie.
- Úroková prestávka Fedu by sa ešte nemusela skončiť, čo znamená, že ešte môžu nastať ďalšie kroky v oblasti úrokov.
- Zdá sa, že Európska centrálna banka (ECB) pritom už dosiahla svoj úrokový vrchol. Pre obe centrálné banky by však mohlo platiť toto: „Vyššie dlhšie“, teda že s rýchlym zostupom z vrcholu úrokových sadzieb sa sotva dá počítať.
- Dlhodobejší investori by vo svojom uvažovaní mali zohľadniť pôsobenie vyššej miery inflácie, ktorá sa dá očakávať, čo naznačuje strategicky zvýšenú expozíciu voči akciám. Nakoniec ide o dosiahnutie kladných reálnych výnosov, teda výnosov očistených o infláciu, aby sa umožnilo aspoň zachovanie kúpnej sily kapitálových investícií.
- Odporúča sa zameranie na udržateľné investície, keďže môžu prispieť k zlepšeniu profilu rizík a výnosov investície.

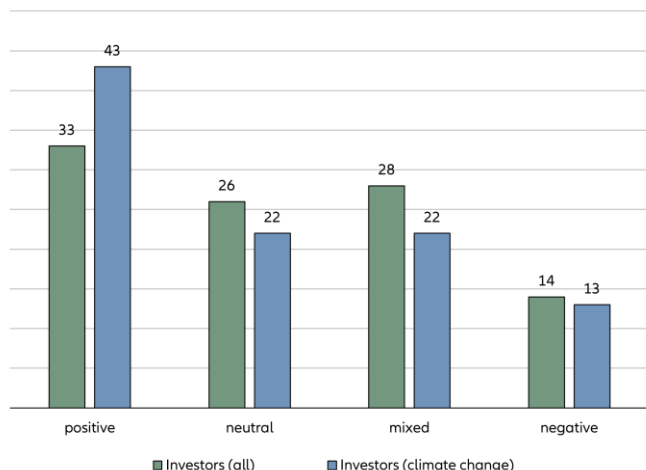
Udržateľné výnosy vám praje

Dr. Hans-Jörg Naumer.

### Prehľad trhu k 30.10.2023

Akciové indexy		
SAX		330
Euro Stoxx 50		4.064
S&P 500		4.167
Nasdaq		12.789
Nikkei 225		30.859
Hang Seng		17.112
KOSPI		2.278
Bovespa		112.532
Úrokové sadzby %		
USA	3 mesiace	5,64
	2 roky	5,08
	10 roky	4,83
Eurozóna	3 mesiace	3,95
	2 roky	3,20
	10 roky	2,80
Japonsko	3 mesiace	0,07
	2 roky	0,09
	10 roky	0,86
FX		
USD/EUR		1,061
Komodity		
Ropa (Brent. USD/barel)		90,4

## Korelácia medzi výnosmi a investíciami do udržateľnosti (perspektíva investorov)



Zdroj: Zdroj: Atz, Ulrich; Van Holt, Tracy; Li, Zongyuan Zoe; Bruno, Christopher C. (2022); „Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis and Propositions“; Journal of Sustainable Finance & Investment; 13(1); 802-825, Allianz GI Global Capital Markets & Thematic Research; 25.10.2023.

## Investičná téma: Finance for Future – udržateľné investovanie

- Udržateľné investovanie je viac než len módny trend kapitálových investícií. Už v samotnom vyhľadávaní Google Trends súvisiacom so súborom kritérií ESG („E“ Environment – životné prostredie, „S“ sociálne, „G“ Governance – riadenie podnikov) sa ukazuje najneskôr od začiatku roka 2022 jasný prelom trendu smerom nahor.
- Ročný prieskum Svetového ekonomického fóra k najväčším globálnym rizikám vykazuje už roky jasný posun smerom k témam relevantným z hľadiska ESG.
- V trojuholníku medzi nariadením EÚ o zverejňovaní (SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation) ktoré sa týka zverejňovania informácií na úrovni fondových produktov, taxonómiou platnou pre podniky v EÚ a nariadením MiFID II relevantným pre poradenstvo by nemala na okraji záujmu ostať otázka, či udržateľné investovanie nie je dobré len pre ľudí a životné prostredie, ale aj pre kapitálové investície.
- V metaštúdií uverejnenej v roku 2023 v Journal of Sustainable Finance & Investment vychádzajúcej z viac ako 1000 akademických analýz k otázke, či tzv. dobré investovanie je dobré aj pre výnosy, sa pritom dospelo k potešiteľnému výsledku<sup>1</sup>. Vyplýva z nej, že investície do udržateľných foriem investícií z perspektívy investora v 33 % analýz vykazujú kladnú spojitosť. V 26 % prípadov je to neutrálny výsledok (čo znamená vlastne to, že nie je škodlivý). 28 % štúdií vykazuje zmiešaný obraz. Len v 14 % sa dospieva k zápornému výsledku (pozri grafiku týždňa).
- Ak sa zameriame na zmenu klímy, ukazuje sa ešte pozitívnejší obraz. 43 % štúdií vykazuje kladnú koreláciu, 22 % dospieva k neutrálnemu výsledku. 22 % vykazuje zmiešaný obraz. 13 % vníma negatívnu spojitosť.

## POLITICKÉ UDALOSTI 2023

6 November	UN	Start UN Climate Conference
6 December	CA	Bank of Canada Meeting
13 December	US	FOMC Meeting

→ [Overview political events 2023 \(click here\)](#)

---

<sup>1</sup> Atz, Ulrich; Van Holt, Tracy; Li, Zongyuan Zoe; Bruno, Christopher C. (2022); „Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis and Propositions“; Journal of Sustainable Finance & Investment; 13(1); 802-825

#### **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)).