

jún 2022

### Úrokové sadzby & Dlhopisy

Výnosy sa stávajú atraktívnymi

#### USA

- Výnosy z 10-ročných pokladničných poukážok dosiahli vrchol v máji tesne nad 3,1 %. Následný pokles rizikových aktív znamenal ich pokles na približne 2,7 %, zatiaľ čo úverové rozpätia sa pôvodne rozšírili o 14 bázických bodov, než sa mesiac skončil takmer nezmenený.
- Ak sa inflácia v najbližších mesiacoch nespomalí, Fed bude možno musieť zrýchliť tempo sprísňovania novej politiky.

#### Eurozóna

- Európsky úverový trh nadálej zaostáva za svojim americkým náprotivkom, keďže politika ECB je oveľa opatrnejšia. Úverové rozpätia sa v máji rozšírili o 16 bázických bodov, pričom úrokové sadzby mierne vzrástli.
- Trhy v súčasnosti stanovujú ceny za prvé zvýšenie sadzieb ECB v júli a následné kroky na nasledujúcich zasadnutiach v čase prudko rastúcej inflácie. Strednodobý horizont zostáva nejasný. Je možné, že ECB bude konáť rovnako dôsledne ako americká centrálna banka.

#### Spojené kráľovstvo

- Úrokové sadzby v Spojenom kráľovstve v prvých dvoch týždňoch mesiaca mierne klesli, avšak skončili prevažne na rovnakej úrovni.
- BoE zvýšila svoju klúčovú úrokovú sadzbu na 1 % a zároveň varovala pred hroziacimi rizikami recesie, tento fakt bol pre trhy ľahko strávitelný. BoE očakáva päť ďalších zvýšení sadzieb v roku 2022, aby obmedzili inflačný tlak, ktorý tiež spomalí ekonomiku.

#### Švajčiarsko

- Výnosy švajčiarskych štátnych dlhopisov boli mimo-riadne, keďže počas mesiaca máj nadálej klesali. Spread oproti nemeckým dlhopisom je teraz späť na - 27 bázických bodov, čo je úroveň naposledy zaznamenaná pred pandémiou.
- Postoj SNB sa tiež stáva jastrabejším a to aj napriek tomu, že inflácia je vo Švajčiarsku stále relatívne obmedzená.

Výnos dlhopisov investičného stupňa v EUR a USD



S prudkým nárastom úrokových sadzieb a úverových rozpätí mali fondy s pevným výnosom najhorší začiatok roka. Celkové výnosy amerických dlhopisov investičného stupňa (IG) boli na konci mája na úrovni -11,5 %, zatiaľ čo náprotivky v eurách klesli o niečo menej, a to o 8,2 %. Medzitým je inflácia stále vysoko nad cieľmi centrálnej banky, geopolitické napätie je vysoké a obavy z recesie narastajú, čo stažuje prílišné nadšenie pre rizikové aktíva. Európske dlhopisy investičného stupňa v súčasnosti dosahujú výnos 2,3 %, čo je úroveň, ktorá nebola zaznamenaná od roku 2013. Americké dlhopisy investičného stupňa tiež ponúkajú atraktívne výnosy na úrovni 4,15 %, čo je takmer ekvivalent vrcholov dosiahnutých v decembri 2018 alebo pri vypuknutí pandémie koronavírusu v marci 2020. Kým úverové rozpätia by sa mohli rozšíriť ďalej v prostredí spomaľujúceho sa rastu by úrokové sadzby mali opäť začať poskytovať ochranu proti poklesu rizikových aktív. Okrem toho očakávame, že sme dosiahli vrchol inflácie aj rastu, čo bol historicky vhodný čas na investovanie do štátnych dlhopisov. Zatiaľ sme však stále opatrní, pokiaľ ide o trvanie aj riziko. Aj keď očakávame krátkodobý pokles kreditných spreadov, stále by sme tento vývoj trhu využili na zníženie expozície voči emitentom s nižším ratingom alebo cyklickým emitentom a radšej by sme hľadali dlhopisy vyššej kvality mimo výnosovej krivky.

## Akcie

Slušná výsledková sezóna,  
atraktivita vs. dlhopisy znížená

### USA

- V máji bol americký trh veľmi volatilný. Do 20. mája klesol o 5 %, ale silné oživenie viedlo na konci mesiaca k oveľa menšej strate o 0,3 %, čo viedlo k medziročnej výkonnosti -14,1 %.
- Ocenenie za posledné mesiace kleslo, ale americký trh je stále drahý na absolútnej a relatívnej báze (v porovnaní s inými akciovými trhmi).
- Z relatívneho pohľadu je menová politika USA najmenej akomodačná.

### Eurozóna

- Akciový trh eurozóny v máji vzrástol o 0,6 % a v roku 2022 zatial stratil 10,4 %.
- Výsledková sezóna priniesla vynikajúce výsledky aj napriek dopadom vojny na Ukrajine.
- Menová politika je pre eurozónu dvojsečná zbraň: na jednej strane je oveľa volnejšia ako v USA, na druhej strane je jasné, že ECB musí sprísniť.

### Spojené kráľovstvo

- Trh Spojeného kráľovstva je tento rok stále najvýkonejším akciovým trhom. V máji získala 1,3 % a v roku 2022 7,2 %.
- Trh Spojeného kráľovstva má najnižšie ocenenie a najviac cyklickú sektorovú alokáciu zo všetkých hlavných trhov. Napríklad váha energetického sektora je 14 %, kým vo vyspelých krajinách je to len 5 %.

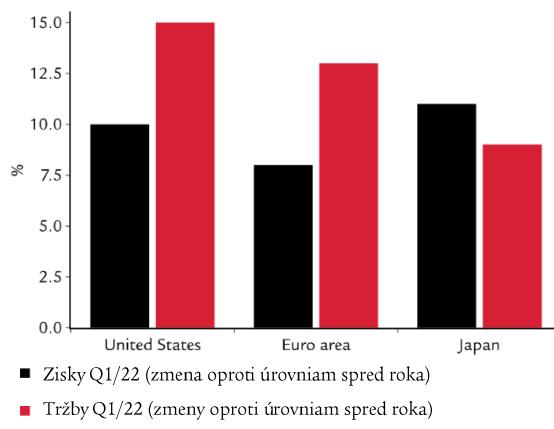
### Švajčiarsko

- Trh v máji klesol o 4,5 % a od začiatku roka klesol o 9,4 %. V máji sa trh nezúčastnil na zotavení koncom mesiaca, ako tomu bolo na ostatných trhoch.
- Slabý výkon v porovnaní s ostatnými trhmi je spôsobený najmä veľmi slabým mesiacom pre Roche a Nestlé. Tieto dve akcie majú v SPI váhu 32 % a v máji stratili 7 % a 10 %.

### Rozvíjajúce sa trhy

- Rozvíjajúce sa trhy si v máji pripísali 0,4 %, pričom medziročný výkon bol -11,8 %.
- Rozvíjajúce sa trhy trpia niekoľkými problémami: slabá čínska ekonomika, vysoké ceny potravín a polnohospodárstva, rastúce výnosy v USA a vážne dôsledky ukrajinskej vojny.
- Ocenenie je atraktívne, ale obavy týkajúce sa čínskej ekonomiky si v súčasnosti vyžadujú opatrný postoj.

### Výnosová sezóna, Výhľad ziskov a ocenenie



Sezóna vykazovania výsledkov za prvý štvrtrok 2022 sa práve skončila s celkovo veľmi dobrými výsledkami. Zisky vzrástli o 8 % až 11 % v porovnaní s prvým štvrtrokom 2021 a rast výnosov bol ešte silnejší. Správy o výnosoch ako také prekonali očakávania o 2 % až 14 %. Očakávania na celý kalendárny rok 2022 ďažili z týchto pozitívnych prekvapení a sú vyššie ako na začiatku roka napriek obavám z rastúcej inflácie, úrokových sadzieb a vojny na Ukrajine. Keď analytici zvýšili svoje odhady rastu celoročných ziskov, revízie ziskov (vylepšenia mimo zmenu) sa opäť dostali do kladných hodnôt.

Pre rok 2023 sa očakávania znížili len nepatrne. Ak by sa tieto miery rastu naplnili, väčšina akciových trhov by mala v súčasnosti cenu na úrovni alebo pod historickým priemerom na základe pomera P/E. Celkovo možno povedať, že výhľad ziskov a ocenenie poukazujú na prime rane hodnotené akciové trhy, ktoré by mohli zaznamenať úľavu, keď sa zmiernia obavy z neustále vysokej inflácie, stagflácie a vojny. Na druhej strane, dlhopisy sa stali oveľa atraktívnejšie v porovnaní s akciami, takže argument INA (there is no alternative / neexistuje žiadna alternatíva) je menej prítážlivý ako pred niekoľkými mesiacmi.

## Meny

Odhodlaný Fed spôsobuje rast USD

### USA

- USD oproti euru a švajčiarskemu franku v máji mierne oslabil, keďže trhy začali zdražovať pri skoršom začiatku normalizácie menovej politiky zo strany ECB a SNB, než sa pôvodne predpokladalo.
- Podľa nášho názoru je Fed naďalej odhodlaný bojať proti inflácii ako jeho kolegovia na európskom kontinente, čo vysvetluje našu požiadavku na silnejší dolár v nasledujúcich štvrtrokoch.

### Eurozóna

- Vzhľadom na opäťovné zrýchlovanie inflácie v máji musí ECB začať s normalizáciou menovej politiky skôr, ako sa pôvodne očakávalo. Navýšenia prvej sadzby sú už plne započítané.
- ECB je však menej odhodlaná bojať proti inflácii tak dôsledne ako Fed. Očakávame teda, že keď ECB začne zvyšovať sadzby, bude nasledovať opäťovné oslabenie eura.

### Spojené kráľovstvo

- GBP/USD bude v nasledujúcich týždňoch klesať súbežne s očakávaným posilňovaním dolára.
- Riziká, ktoré by určovali smer nahor pre libru by predstavovali viac jastrabí postoj Bank of England alebo zlepšený sentiment investorov k riziku.

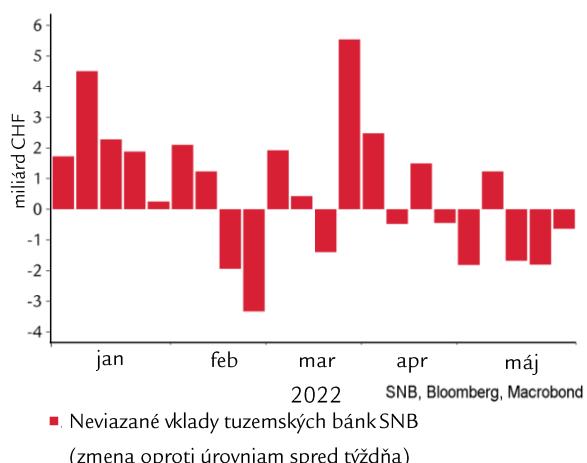
### Švajčiarsko

- EUR / CHF v septembri kolísal medzi 1,08 a 1,09.
- Rozpätie výnosov medzi Švajčiarskom a Nemeckom je úzke a vzhľadom na zosúladenie menovej politiky medzi SNB a ECB sa pravdepodobne nezmení, preto potvrdzujeme neutrálny pohľad na EUR / CHF na nasledujúce tri mesiace.

### Japonsko

- Bank of Japan je poslednou centrálnou bankou s holičím postojom. Ich rétorika ohľadom jej výhľadu menovej politiky zostáva nezmenená.
- USD/JPY je blízko 20-ročného maxima. Na týchto zvýšených úrovniach máme neutrálny pohľad na USD/JPY.

Švajčiarsko: Znižovanie neviazaných vkladov



Vývoj, ktorý sme očakávali na začiatku štvrtroka, sa konečne zhmotnil v máji: USD oslabil oproti všetkým hlavným rozvinutým menám. Dôvodom bolo precenie trhových očakávaní v súvislosti s normalizáciou menovej politiky zo strany ECB a SNB. Podľa nášho názoru by sa zhodnocovanie eura malo ukázať ako dočasné, aj keď sa depozitné sadzby v eurozóne majú v nasledujúcich dvanásťtich mesiacoch dostať do kladných hodnôt. ECB je v boji proti inflácii menej odhodlaná ako Fed. Rozdiely v reálnych úrokových sadzbách by tak mali do budúcnosti podporovať rast USD. Na rozdiel od našich predpokladov zo začiatku roka teraz očakávame, že Švajčiarska národná banka zvýši sadzby aj v druhej polovici roka 2022. Išlo by o prvé zvýšenie sadzieb od roku 2007. Najnovšie intervencie SNB, ktoré majú zabrániť zhodnocovanie CHF voči euru sa stali iba zriedkavým javom. Súdiac podľa veľkosti neviazaných vkladov tuzemských bank, SNB sa v máji zdržala intervencií (pozri graf). Dospeli sme k záveru, že SNB má určitú toleranciu nechať CHF zhodnocovať voči euru a naďalej očakávať, že EUR/CHF bude smerovať k parite (1 ku 1). Tvrdo hľadá vysoký inflačný diferenciál medzi Švajčiarskom a eurozónou ženie „spravodlivú“ hodnotu výmenného kurzu EUR/CHF stále nižšie. Euro by sa mohlo dostať pod ďalší tlak v prípade negatívnejších správ o vojne na Ukrajine a latentnom riziku náhlého zastavenia dodávok plynu, ktoré by eurozónu mohlo uvrhnúť do recesie. Riziká pre naše očakávania ohľadom slabšieho eura oproti americkému doláru a švajčiarskemu franku súvisia s deeskalačiou vojny na Ukrajine alebo s cyklickým zadrhávaním európskych ekonomík, ak by Čína upustila od svojej politiky tzv. „nulového covidu“. Je nepravdepodobné, že by k obom udalostiam došlo, aspoň v krátkodobom horizonte.

## *Swiss Life Asset Managers*



**Thomas Rauh**  
**Portfolio Manager Fixed Income**  
thomas.rauh@swisslife-am.com



**Andreas Homberger**  
**Product Specialist**  
**Equity and Multi Asset**  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
 @Homberger\_A



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
 @kunzi\_damian

**Máte nejaké otázky alebo sa chcete prihlásiť na odber tejto publikácie?**

Zašlite e-mail na adresu: [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Viac informácií nájdete na našej webovej stránke: [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



### **Vydané a schválené ekonomickým oddelením, Swiss Life Asset Management Ltd, Zürich**

Švajčiarski manažéri majetku mohli pred uverejnením konáť podľa odporúčaní v oblasti výskumu alebo ich použiť v obsahu. Obsah tohto dokumentu je založený na zdrojoch informácií, ktoré sa považujú za spoloahlivé, ale neposkytuje sa žiadna záruka, pokial' ide o ich presnosť alebo úplnosť. Tento dokument obsahuje výhľadové vyhlásenia, ktoré vychádzajú z našich súčasných názorov, očakávaní a prognóz. Nezavádzujeme sa aktualizovať ani revidovať žiadne výhľadové vyhlásenia. Skutočné výsledky sa môžu podstatne lísiť od výsledkov očakávaných v výhľadových vyhláseniac. **Francúzsko:** Táto publikácia je distribuovaná vo Francúzsku, firmou Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paríž svojim klientom a perspektívam. **Nemecko:** Túto publikáciu distribuuje v Nemecku spoločnosť Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln; Swiss Life Asset Managers Luxembursko, vetva Nemecko, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main and Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München and BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Spojené kráľovstvo:** Túto publikáciu distribuuje Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Švajčiarsko:** Táto publikácia je distribuovaná firmou Swiss Life Asset Management Ltd., General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.