

# KOMENTÁR

24. január 2025

## Dva pohľady

Najprv pohľad dozadu. Rok 2024 sa nezačal dobre. Silné čísla z amerického trhu práce naznačili, že centrálna banka bude prísna, čo akcioví investori nemajú radi. V Červenom mori zúrili jemenský povstanci podporovaní Iránom, Boeingu odpadli počas letu dve re a čínsky developer Evergrande sa dostal do likvidácie. Potom však pomohla zlepšiť náladu dobrá výsledková sezóna a bitcoinoví nadšenci sa potešili kroku amerického regulátora kapitálového trhu SEC, ktorý odobril 11 ETF na obchodovanie s bitcoinom pre širšie spektrum investorov.

Na jar trh prekvapil prudký rast cien zlata, ktorý pokračoval s letnou prestávkou až do novembra, a aj kaka, ktoré sa neskôr na chvíľu upokojilo a v raste pokračovalo až ku koncu roka. Japonsko po ôsmich rokoch opustilo negatívnu úrokovú sadzbu a zvýšilo ju opatrne z -0,1 % na 0,1 %. Dánsky farmaceutický gigant Novonordisk predbehol francúzskeho producenta luxusu LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton a stal sa najväčšou európskou firmou podľa trhovej kapitalizácie. Cena kontajnerovej dopravy po útoku jemenských povstalcov podporovaných Iránom prudko rástla až do leta, keď sa Izrael postaral o to, že obaja agresori mali iné problémy.

V lete začala Európska centrálna banka znižovať úrokové sadzby. Francúzsko sa dostalo do politického chaosu, keď prezident Macron po voľbách do Európskeho parlamentu, ktoré vyhralo kontroverzné Národné zhromaždenie, vypísal predčasné voľby do národného parlamentu, a po nich nastala patová situácia. Európska únia zaviedla clá na niektoré čínske automobily. Joe Biden sa po zlom výkone v televíznej debate vzdal kandidatúry na prezidenta, čo využila na svoju kandidatúru viceprezidentka Kamala Harris. Ku koncu leta trh na chvíľu rozbúrilo zvyšovanie úrokových sadzieb v Japonsku, ktoré je financujúcou krajinou pre Západ.

Na jeseň začala znižovať úrokové sadzby aj americká centrálna banka. Čína oznámila masívne stimulačné

podporu ekonomického rastu. Zoskupenie krajín BRICS (Brazília, Rusko, India, Čína a Južná Afrika) sa na samite v Rusku rozšírilo o Egypt, Etiópiu, Irán a Spojené arabské emiráty. V novembrových amerických prezidentských voľbách vyhral Donald Trump.

Nemecká vládna koalícia sa rozpadla, predčasné voľby budú 23. februára 2025. Po vyše 50 rokoch sa skončila vláda al-Asadovcov v Sýrii útekem Bašára al-Asada do Ruska.

Za celý rok 2024 vo väčšine krajín sveta, vrátane eurozóny a USA, úrokové sadzby klesali. Znížili sa poväčšine aj krátke výnosy štátnych dlhopisov, výnimkou boli americké a britské krátke výnosy, lebo tamojšie centrálné banky znižovali sadzby pomalšie, než sa čakalo na začiatku roka.

Dlhšie výnosy takmer všade stúpali, lebo infláciu sa darí stláčať pomalšie, než sa pred rokom predpokladalo. Nadpriemerne stúpili francúzske dlhé výnosy, lebo tam sa pre politickú nestabilitu zvýšilo kreditné riziko. Naopak, Taliansku sa hospodársky darilo, vláda bola stabilná, a tak sa kreditné riziko znížilo, dlhé výnosy ako v jednej z mála vyspelých ekonomík klesli. Výnosy klesli aj v Číne, ktorá bojuje so zastavením rastu cien.

Kreditné riziko podnikových dlhopisov pri dlhopisoch emitentov s nízkym rizikom (investičný stupeň) sa v priebehu roka nezmenilo, pri emitentoch s vyšším rizikom (špekulatívny stupeň, high yieldy) sa veľmi mierne zvýšilo, a to aj v USA a aj v eurozóne. V USA bol strach investorov z vysokých úrokových sadzieb kompenzovaný stále silným hospodárskym rastom, v prípade emitentov z Európy trh ocenil, že sa podarilo v roku 2024 bez problémov prefinancovať veľkú časť záväzkov a navyše časť kreditného rizika sa preniesla už do podkladových štátnych dlhopisov.

Akciám sa v roku 2024 veľmi darilo. Z významnejších národných akciových indexov sa veľmi darilo taiwanskému TAIEX-u, za rok pridal vyše 28 %. Môže za to najväčší výrobca polovodičov na svete TSMC, ktorý má v TAIEX-e podiel 39 % a ktorý stúpol za rok 2024 o 82 %. Hneď na druhom mieste s rastom 23 % skončil oveľa diverzifikovanejší a najväčší index sveta americký S&P 500. Európske akcie merané indexom Stoxx 600 však zarobili len 6 %, keď ho nahor ťahali nemecké a talianske akcie, britské akcie rástli tak ako index a, naopak, francúzske akcie medziročne klesli. Čínsky index Šanghaj zarobil len 13 %, a to napriek tomu, že čínska ekonomika rástla rýchlo a navyše krajina realizuje viacero opatrení na udržanie tohto rastu.

Zo sektorov sa najviac darilo telekomunikačnému sektoru a IT sektoru, len mierne zaostávalo finančníctvo. Naopak, nedarilo sa zdravotníctvu, energiám a hlavne materiálovému sektoru.

Komodity tiež zhodnotili v roku 2024, ale s akciami držali tempo len drahé kovy, najmä zlato. „Čierne zlato“ uzatvorilo rok na nižších úrovniach, než ho začalo.

Euro voči doláru oslabilo o 6,2 %, česká koruna oslabila oproti euru o 2,1 %. Voči košu najväčších vyspelých krajín však euro posilnilo o 0,5 %.

Hviezdou roka boli NVIDIA, Elon Musk, bitcoin, zlato, kakao a celkovo prekvapili americké akcie. Prepadákom roka boli ropa, Francúzsko, pšenica, rubľ. Očakávaná nenaplnili ani dlhopisy, tiež najmä americké.

Na čo sa pripraviť v tomto roku?

V prvom rade je čestné si priznať, že vstupujeme do jedného z najnevyspytateľnejších období za mnohé desiatky rokov, ktoré je zároveň obdobím s najväčším a najprepojenejším finančným trhom v histórii.

Svet nebol nikdy ideálnym miestom na život. Aj v minulosti vládli vo svete diktátori a totalitné režimy, ale ich moc bola prísne teritoriálne obmedzená a vyspelé krajiny, ktoré boli hlavným faktorom hospodárskeho rastu vo svete, boli izolovaným

ostrovom prosperity a stability. Dnes sú tieto vzorce narušené.

Rusko získalo ako dôležitý dodávateľ komodít a prostredníctvom základného nastavenia parametrov trhovej ekonomiky silu nielen na teritoriálnu expanziu na Ukrajinu, ale zároveň kombináciou viacerých diverzných aktivít ovplyvňuje aj európske ekonomiky.

Čína sa tiež usiluje o teritoriálnu expanziu, a to nielen na Taiwan, ale nárokuje si napríklad celé Juhočínske more. Taiwan sa Číne, súdiac podľa výhry protičínskeho prezidenta Lai Čching-teho, nepodarí získať „demokratickou cestou“, a teda riziko vojenského konfliktu s nepredvídateľnými dôsledkami sa zvyšuje. Čína je dôležitým ekonomickým hráčom nielen vo svojom regióne, ale aj v celom svete.

A najväčší oriešok sú USA, krajina s najväčšou svetovou ekonomikou a hlavne najväčším finančným trhom na svete. Samozrejme, USA nie sú totalitnou krajinou tak ako Rusko alebo Čína, ale sú menej predvídateľní, než sme boli doteraz zvyknutí. Kvôli nepredvídateľným rozhodnutiam amerického prezidenta Donalda Trumpa v kombinácii s jeho exekutívnou silou a so slabým vzťahom k inštitúciám. Vo všeobecnosti v dnešnom svete otvorených sociálnych sietí musia lídri v demokratických krajinách bojovať o voliča, nazvime to, „emocionálne“, čo Donald Trump dokonale využil a bude v tom nepochybne pokračovať. To investori nemajú radi. Na druhej strane, jeho ekonomická politika je vcelku racionálna a aj on sa, tak ako sme to zhodnotili v predchádzajúcom komentári, môže pohybovať len v určitých mantineloch a bude musieť postupovať opatrnejšie, ako sa teraz zdá.

V prospech jeho plánov hrá to, že Joe Biden zanechal americkú ekonomiku v dobrom stave, jeho v podstate jedinou, aj keď dosť výraznou škvrnou je nadmerný deficit verejného rozpočtu. Ekonomika nielenže rastie, ale tento rast je blízko potenciálneho produktu, a teda blízko maximálneho možného rastu za súčasných podmienok. A nielen to, rast je štrukturálne v poriadku, keď jediným slabým miestom sú rezidenčné investície. To výrazne rozširuje manévrovací priestor pre Donalda Trumpa a znižuje riziko aj prípadného zlého rozhodnutia.

Donald Trump nemá veľa času. Má pred sebou len jedno volebné obdobie a navyše len dva roky má garantovanú väčšinu v oboch komorách parlamentu. To je relatívne krátky čas na presadenie ekonomických opatrení. Zatiaľ môže presadzovať opatrenia, na ktoré nepotrebuje súhlas parlamentu. Tie sa týkajú prevažne zahraničných vzťahov, vrátane cieľ, v ktorých podľa viacerých vyjadrení Trump vidí veľmi silný nástroj, ako urobiť USA silnejšími a obchodných partnerov USA slabšími. Ďalšími takýmito témami sú migrácia a regulácie.

Donald Trump nebude limitovaný verejným deficitom a hlavne verejným dlhom, lebo ten sa prejaví až s odstupom času, a hlavne bude predpokladať, že ekonomika z neho vyrastie práve kvôli jeho opatreniam.

Menová politika v USA bude opatrná. Centrálna banka sa musí obávať stále silnej aktivity v sektore služieb, kde je nestále silný dopyt po zamestnancoch, kde stále rastú mzdy rýchlo a tlačia nahor aj mzdy v menej rastúcom výrobnom sektore. Miera nezamestnanosti zostáva blízko prirodzenej miery a na úradoch práce sa hlási so žiadosťou o podporu v nezamestnanosti len veľmi málo ľudí. FED bude čakať aj na potenciálne deportácie nelegálnych imigrantov, ktoré by zvýšili napätie na trhu práce.

Banka sa nemusí báť ani ekonomického spomalenia. Jeden z kľúčových parametrov, ktorý sleduje – konečná spotreba súkromného sektora –, sa vyvíja dobre, aj nominálne a aj reálne. Investičná aktivita je silná rovnako ako podnikateľská dôvera hlavne v službách. Napriek vysokým úrokovým sadzbám rastú úvery pre domácnosti a podnikateľské úvery len mierne podpriemerným tempom a miera nesplatených kreditných kariet a celková miera bankrotov v americkej ekonomike sa zvyšuje len pomaly. Externé faktory – celosvetové ceny potravín a ropy – sú nateraz bez významného vplyvu na rozhodovanie banky. Červenou zástavou, pokiaľ ide o znižovanie sadzieb, je súčasný vývoj jadrového deflátoru spotreby domácností, ktorý je obdobou spotrebiteľskej inflácie bez potravín a energií a ktorý aktuálne neklesá k požadovaným dvom percentám. Centrálna banka bude vyhodnocovať opatrenia Donalda Trumpa, lebo okrem cyklu je jej rozhodovanie späté aj s

„jeho“ fiškálnou politikou, a tá hoci je nevyspytateľná, celkovo je prorastová, a teda proinflačná.

Centrálna banka bude znižovať úrokové sadzby len veľmi pomaly a dokonca nie je vylúčené ani opätovné zvyšovanie úrokových sadzieb. Keďže krátkodobé výnosy štátnych dlhopisov v bezpečnej krajine, a teda aj v USA, kopírujú menovú politiku centrálnej banky, zostanú tieto krátkodobé výnosy vysoko po celý rok, je pravdepodobné len ich mierne zníženie.

Dlhodobé výnosy sú len čiastočne závislé od aktuálneho nastavenia úrokových sadzieb a vo väčšej miere tam zohrávajú úlohu dlhodobé konjunkturálne očakávania dané fiškálnou a celkovou ekonomickou politikou vlády a následnou menovou politikou centrálnej banky. Ak teda budeme predpokladať, že Donald Trump sa nebude obmedzovať hrozbou vysokého verejného deficitu a rastúceho verejného dlhu, potom možno predpokladať, že dlhodobé americké štátne dlhopisy si v budúcom roku udržia vysoké výnosy, samozrejme, budú volatilné, tak ako bude volatilná politika americkej administratívy a jej hodnotenie finančným trhom.

Silný hospodársky rast udržuje dobré podmienky na splácanie svojich dlhových záväzkov nielen pre korporáty s investičným ratingom, ale aj pre tie s horším ratingom. Aktuálna miera bankrotov v USA je nižšia, ako býva pri takých vysokých úrokových sadzbách. Postupne sa však zvyšuje, a keď sa dostane trhu pod kožu, predsa len môžeme v tomto roku očakávať mierne zvýšenie rizikových prirážok, o niečo viac pri high yields, ktoré sú viac zadlžené a viac citlivé na zvyšovanie úrokových sadzieb. Riziko zvyšovania kreditných prirážok kvôli úrokovým sadzbám bude však čiastočne kompenzovať zníženie podnikovej dane.

Fixed income trh v eurozóne ponúka nižšie výnosy a tak to aj ostane. Na krátkom konci úrokovej krivky bude vidieť jasnú stopu znižovania úrokových sadzieb ECB, ktorá nateraz komunikuje štyri znižovania v priebehu prvého polroka 2025, a teda o jeden percentuálny bod. Banka tak robí napriek tomu, že jadrová inflácia v Nemecku stále nie je v poriadku a mzdy v Taliansku rastú – na druhej strane, mzdy v Nemecku klesajú a znižujú potenciálne dopytové

tlaky, a mzdy v Taliansku len vyrovnávajú čistý rast produktivity práce v krajine za poslednú dekádu.

V júni by teda mali sadzby dosiahnuť neutrálnu úroveň. Koncept neutrálnej úrovne úrokových sadzieb je však v dynamickom prostredí neudržateľný ani len krátkodobo, preto môžeme očakávať minimálne verbálne intervencie aj v druhej polovici roka. Krátkodobé výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne majú našliapnuté nadol. Opäť, závisieť bude aj od reakcie na americkú hospodársku politiku a aj na vývoj eura voči doláru.

Dlhodobé výnosy v eurozóne, podobne ako inde, logicky závisia hlavne od dlhodobých konjunkturálnych očakávaní a čiastočne od aktuálnej menovej politiky, čiastočne od výnosov konkurencie s podobným kreditným profilom. Situácia v eurozóne nie je dobrá, podniky bojujú s príliš silnou reguláciou, s príliš vysokými a rigidnými mzdami, s vysokými nákladmi na energie, so slabšou infraštruktúrou, s príliš veľkým zdanením, s investíciami do menej produktívnych odvetví než napríklad v USA či s nižšou mierou digitalizácie. Tieto štrukturálne problémy nemožno riešiť okamžite, navyše sú limitované súčasným rapidným zvyšovaním verejných výdavkov na zbrojenie. Z toho pohľadu sú dlhodobé výnosy v eurozóne tlačené nadol a nahor ich môže tlačiť len americká konkurencia. Donedávna problematickému Taliansku sa teraz darí, kreditné prirážky na talianske dlhopisy voči nemeckým dlhopisom sú teraz blízko 18-ročných mínim. A kvôli rastúcim talianskym mzdám a silnejúcemu vnútornému dopytu je pravdepodobné, že tam ešte tento rok zostanú.

Korporátne prirážky k podnikovým dlhopisom sú teraz na priemernej úrovni a môžu trochu klesnúť, hlavne kvôli ústretovej menovej politike ECB.

Akciám sme sa podrobnejšie venovali v poslednom komentári, tak len zopakujeme, že sú drahé. Aktuálny pomer ceny akcií k ziskom v národnom indexe S&P 500 je teraz 25,5, čo je o štvrtinu viac ako dlhodobý priemer za posledných desať rokov, ktorý je na úrovni 20. A teda aby sa akcie dostali len na priemernú úroveň, zisky firiem by mali v tomto roku stúpnuť o štvrtinu alebo povedzme v priebehu najbližších dvoch rokov každý rok o 12 %. To je možné len za úplne ideálnych podmienok, a teda napríklad

v prípade, že hospodársky rast aj mimo USA zostane zachovaný alebo sa zvýši, pokračujúca deglobalizácia neprinesie zvýšenie nákladov pre firmy, zníženie efektívnej daňovej sadzby v USA bude blízko úrovne nominálneho zníženia korporátnej dane a migračná politika nezvýši cenu pracovnej sily a následne úrokové sadzby. A mnoho ďalších. Splnenie všetkých pozitívnych predpokladov naraz, tak ako to teraz oceňuje trh, je nepravdepodobné.

Akcie v Európe sú výrazne lacnejšie než v USA, čo je ich výhoda a jeden z motorov rastu v poslednom období. Tým druhým je to, že nenaplnili očakávania pádu do recesie, eurozóna vrátane všetkých troch najväčších ekonomík (Nemecko, Francúzsko a Taliansko) plus britská ekonomika zaznamenali v treťom štvrtroku aký-taký rast a mnohých prekvapili. Určitú odolnosť naznačuje aj stále nízka miera nezamestnanosti v tomto regióne.

Iste, aj Európa bude čeliť výzvam zo strany Donalda Trumpa. Ale menej ako jeho priami lokálni súper Kanada a Mexiko a globálny súper Čína. Vysoký deficit bude riešený dovozom amerických energií a čiastočne aj zbraní, čo napokon Európa aj tak strategicky potrebuje. Obchodnú vojnu obmedzuje aj úzka investičná previazanosť ekonomík, USA sú najväčším investorom v Európe a, naopak, Európa je najväčším investorom v USA. Vráťane Nemecka, ktoré pre zlé strategické rozhodnutia v neprospech USA v minulosti a pre vysoký prebytok obchodnej bilancie s USA zvlášť leží Donaldovi Trumpovi v žalúdku.

Európske akcie zúfalo potrebujú reformy nosných ekonomík alebo aspoň prísľub týchto reforiem. Už 23. februára sa uskutočnia v Nemecku parlamentné voľby, ktoré budú veľmi dôležitým signálom aj pre finančný trh. Nateraz je na mieste opatrný optimizmus.

Celkovo však neočakávame vyslovene zlý rok pre akcie, len menej optimistický ako doteraz. Väčšiu podporu investorov by mali stále udržať technologické firmy pripravujúce AI, finančné spoločnosti, jadrové energetické firmy, vojenské firmy a v Európe aj automobilky.

**Richard Tóth**  
hlavný ekonóm

---

**Kontakt:** Richard Tóth, hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: [research@privatbanka.sk](mailto:research@privatbanka.sk), [toth@privatbanka.sk](mailto:toth@privatbanka.sk). Web: [www.privatbanka.sk](http://www.privatbanka.sk)

**Upozornenie:** Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla pre vyššiu politickú a ekonomickú nestabilitu a nerozvinutý trh a systém rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.