



Smíšené signály



Investiční strategie skupiny

Měsíční výhled

Květen 2023

Obsah

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	9
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	11
JAK INVESTOVAT	13



Shrnutí

Smíšené signály



MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Nedávno zveřejněné hlavní ukazatele naznačují, že americká ekonomika nadále ochlazuje. Index ISM pro průmysl, který měří náladu ve výrobním sektoru, ukazuje na pokles hospodářské aktivity ve výrobním sektoru v USA již od konce loňského roku a v poslední době se tento index ještě více snížil. Očekáváme, že toto zpomalení bude pokračovat a že americká ekonomika vstoupí kolem poloviny roku do mírné recese. Ani pesimisté mezi pozorovateli amerického trhu však v případě recese v USA neočekávají prudký hospodářský propad. Toto hodnocení podporují i nedávné solidní údaje z amerického trhu práce. Hospodářství v USA se nenachází ve strukturální krizi. V podstatě je patrný brzdný účinek zvyšování úrokových sazeb.

V eurozóně se hospodářské údaje a údaje z trhu práce v poslední době drží na dobré úrovni. Hlavní ukazatele rostou a naznačují oživení ekonomiky. A aktuální ekonomické údaje, například o průmyslové výrobě v eurozóně, která v lednu vzrostla o 1,0 % a v únoru o 1,5 %, podtrhují povzbudivé hospodářské oživení na této straně Atlantiku. Solidní stav ekonomiky by tak měl do značné míry kompenzovat hrozící rizika plynoucí z oslabení úvěrového cyklu i z turbulencí na finančních trzích v důsledku napětí v americkém a švýcarském bankovním sektoru.



INFLACE A MĚNOVÁ POLITIKA

Inflace ve Spojených státech by se měla do konce roku 2023 zmírnit přibližně na 3 % a poté do poloviny roku 2024 na 2 %. Nejnovější údaje o inflaci za březen potvrzují, že dezinflační tendence u mnoha složek koše indexu spotřebitelských cen pokračuje: celková míra inflace činila v březnu meziročně 5,0 % (pokles z únorových 6,0 %), zatímco jádrová inflace zůstává trvale vysoko nad 5 %.

Federální rezervní systém v USA (Fed) tak bude i nadále pokračovat ve svém cíli bojovat proti inflaci, i když mnozí analytici a investoři očekávají, že se inflace již blíží ke svému vrcholu. Trhy nyní počítají pouze s posledním zvýšením sazeb o 25 bazických bodů na nadcházejícím zasedání Fedu na začátku května, a to na základě současného pásma stanoveného v USA pro úrokové sazby v rozmezí 4,75 % až 5,0 %.

Inflace v eurozóně má podobně jako v USA klesající tendenci, i když jádrová inflace ještě nedosáhla svého vrcholu. Po březnovém zvýšení základních úrokových sazeb o 50 bazických bodů naznačují očekávání trhu ohledně měnové politiky ECB další zvýšení úrokových sazeb celkem o 0,75 % ze současné 3% úrovně úrokových sazeb (depozitní sazby), čímž by se v polovině letošního roku dostaly na své maximum ve výši 3,75 %. Snížení úrokových sazeb stále neočekáváme dříve než v polovině roku 2024.



FINANČNÍ TRHY

Ačkoli oslabující hospodářská dynamika vyvolává zvýšenou nejistotu, finanční trhy tento vývoj interpretovaly především jako signál, že vrcholu úrokových sazeb – zejména v USA – bude pravděpodobně brzy dosaženo. To v poslední době poněkud podpořilo akciové trhy: například index S&P 500 si od konce března do 18. dubna připsal přibližně 0,6 %, zatímco index Stoxx Europe 600 ve stejném období vzrostl o více než 1,7 %. Výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů se v tomto období zvýšily přibližně o 20 bazických bodů poté, co v březnu klesly zhruba o 60 bazických bodů. Výnosy desetiletých německých dluhopisů se rovněž zvýšily, a to o necelých 25 bazických bodů.

Zkušenosti ukazují, že takové zlomové okamžiky jsou spojeny se značnou volatilitou na kapitálových trzích. V současné době proto doporučujeme spíše umírněnou investiční strategii – bez výrazného vychýlení jedním nebo druhým směrem. Tuto neutrální pozici na akciových trzích usnadňují vysoké výnosy, kterých lze mezitím dosáhnout na trzích dluhopisů. Po letech nízkých a záporných úrokových sazeb a katastrofickém roce 2022 se trh dluhopisů vrací do hry a investoři by jej měli aktivně využívat.



Dopis investičních ředitelů

Smíšené signály

Po březnovém propadu se akciové trhy od té doby z velké části zotavily. Index MSCI Europe dokonce nedávno dosáhl nového letošního maxima. V návaznosti na březnové oslabení akciových trhů klesly i výnosy státních dluhopisů a navzdory mírnému oživení v dubnu zůstávají výnosy desetiletých státních dluhopisů, zejména v USA, hluboko pod nedávnými maximy. Rozhodujícím faktorem pro americké dluhopisové trhy je jistě očekávání mnoha analytiků a investorů, že americký Federální rezervní systém (Fed) se nyní blíží k vrcholu svého cyklu zvyšování sazeb. Trhy nyní počítají pouze s posledním zvýšením sazeb o 25 bazických bodů na nadcházejícím zasedání Fedu na začátku května, a to na základě současného pásma stanoveného v USA pro úrokové sazby v rozmezí 4,75 % až 5,0 %. Tato očekávání odrážejí také zvýšené riziko recese v USA, které v poslední době podtrhují zhoršující se hlavní ukazatele americké ekonomiky. Mimo jiné je třeba zmínit index ISM pro průmysl, který měří náladu ve výrobním sektoru. Ten ukazuje na pokles hospodářské aktivity ve výrobním sektoru v USA již od konce loňského roku a v poslední době se tento index ještě více snížil.

V Evropě je však situace jiná. Hlavní ukazatele rostou (např. index ifo) a naznačují oživení ekonomiky. Očekávání trhu ohledně měnové politiky Evropské centrální banky (ECB) naznačují další zvýšení úrokových sazeb celkem o 0,75 % ze současné 3% úrovně úrokových sazeb (depozitní sazby). A aktuální ekonomické údaje, například o průmyslové výrobě v eurozóně, která v lednu vzrostla o 1,0 % a v únoru o 1,5 %, podtrhují povzbudivé hospodářské oživení na této straně Atlantiku. Ve srovnání s USA je evropská ekonomika skutečně mnohem robustnější, což se odráží i ve vývoji na kapitálových trzích – výraznější oživení cen akcií a výnosů, ale také poněkud pevnější kurz eura vůči dolaru, což přináší další úlevu pro ceny energií.

Relativně lepší situace v Evropě ve srovnání s USA se projevuje i v očekávání zisků firem. Ta od třetího čtvrtletí loňského roku klesají na obou stranách Atlantiku. V Evropě se však nyní objevují známky toho, že již dosáhla svého dna, zatímco očekávání amerických společností nadále klesají. V USA to platí nejen pro očekávání vztahující se k běžnému roku, ale i pro očekávání na rok 2024, která jsou nadále víceméně shodně upravována směrem dolů. Obavy z recese v USA proto ovlivňují i očekávání pro nadcházející rok. Kapitálové trhy však stále očekávají slušný růst zisku přibližně o 10 % v roce 2024 ve srovnání s rokem 2023. Také v roce 2025 by měl zisk v USA růst téměř dvouciferným tempem. Zjevná recese ve Spojených státech tedy není základním scénářem, který by se odrážel v implicitních očekáváních trhu.

V Evropě je vývoj očekávání zisku v současnosti stabilnější než v USA – nyní se totiž situace příliš nemění. Jak se však při srovnání Evropy a Spojených států často stává, očekávaný růst zisku v Evropě bude v příštích dvou letech pravděpodobně o něco nižší než v USA. Toto očekávání však nemusí být pro evropské trhy zatěžujícím faktorem, neboť ocenění měřené poměrem ceny k zisku (P/E) je v tomto regionu výrazně nižší. Evropské akcie jsou tak v průměru hodnoceny mnohem příznivěji než jejich americké protějšky. Stále vysoké ocenění amerických akcií v současném prostředí může zároveň snížit očekávání výnosů této třídy aktiv pro nadcházející roky. To lze ilustrovat na číselném příkladu. Poměr ceny k zisku (P/E) indexu MSCI North America je v současné době téměř 18,5, a je tak téměř na stejné úrovni jako jeho patnáctileté maximum před pandemií. Toto ocenění staví americké akcie zhruba o 25 % výše, než je průměr za sledované patnáctileté období. Krátce po pandemii však bylo ocenění výrazně vyšší (s maximálním poměrem P/E vyšším než 22), což bylo částečně způsobeno tehdejšími velmi nízkými úrokovými sazbami. Předtím se podobně vysoké poměry P/E vyskytovaly v USA po přelomu tisíciletí, tj. v době internetové bubliny.

Pro srovnání, ocenění v Evropě dosahuje umírněné úrovně 13. Třebaže v posledních měsících ocenění v důsledku oživení na akciových trzích vzrostlo, je stále hluboko pod nejvyššími hodnotami před pandemií a pohybuje se spíše v rozmezí odpovídajících průměrných ocenění z let před pandemií. Na jedné straně vysoké současné ocenění snižuje potenciál střednědobého výnosu, protože snižuje pravděpodobnost toho, že zvýšení ocenění (tj. zvýšení poměru P/E) výrazně přispěje k celkovému výnosu. Jinými slovy, růst cen v případě vysokého poměru P/E musí být tažen téměř výhradně růstem zisku. Na druhou stranu vysoké ocenění zvyšuje potenciál případného zhoršení situace v případě recese.

Nejdůležitějším rizikovým faktorem na kapitálových trzích je proto v současnosti možná recese v USA. V poslední době je toto riziko výraznější v důsledku výrazného zvýšení úrokových sazeb v posledních čtvrtletích, ale také v důsledku vývoje v americkém bankovním systému, který zvýšil riziko omezení dostupnosti úvěrů pro reálnou ekonomiku USA. Jeden z nejčastějších barometrů recese na finančních trzích v USA, inverze výnosové křivky amerických státních dluhopisů (tj. skutečnost, že výnos dvouletého dluhopisu je vyšší než výnos desetiletého dluhopisu), již nějakou dobu ukazuje na rostoucí riziko recese. Vysoká složená roční míra růstu a velmi nízká implikovaná volatilita (která je na americkém akciovém trhu považována za barometr strachu) však těmto zvýšeným rizikům recese odpovídají pouze v omezené míře. Nesourodý vývoj, pokud jde o rostoucí rizika recese na jedné straně a poměrně sebevědomý postoj amerických akciových investorů na straně druhé, pravděpodobně zvýší potenciál nezdaru na americkém akciovém trhu.

Paniku však není radno vyvolávat, neboť ani pesimisté mezi pozorovateli amerického trhu v případě recese v USA neočekávají prudký hospodářský propad. Toto hodnocení podporují i nedávné solidní údaje z amerického trhu práce. Hospodářství v USA se nenachází ve strukturální krizi. V podstatě je patrný brzdný účinek zvyšování úrokových sazeb. Pokud by však inflační tlaky s pravděpodobným ochlazením americké ekonomiky polevily, měla by centrální banka větší prostor pro zrušení posledního zvýšení úrokových sazeb a částečné zmírnění výpůjčních nákladů.

Celkově není snadné orientovat se v současném ekonomickém a tržním prostředí, protože s blížícím se koncem cyklu zvyšování úrokových sazeb Fedu se s největší pravděpodobností blíží důležitý zlom v americké měnové politice. Zkušenosti ukazují, že takové zlomové okamžiky jsou spojeny se značnou volatilitou na kapitálových trzích. V současné době proto doporučujeme spíše umírněnou investiční strategii – bez výrazného vychýlení jedním nebo druhým směrem. Tuto neutrální pozici na akciových trzích usnadňují vysoké výnosy, kterých lze mezitím dosáhnout na trzích dluhopisů. Po letech nízkých a záporných úrokových sazeb a katastrofickém roce 2022 se trh dluhopisů vrací do hry a investoři by jej měli aktivně využívat. Zde lze takticky a po zohlednění rizik dosáhnout zajímavých výnosů (i ve srovnání s akciovými trhy). Stále však platí následující: krátkodobé investice do dluhopisů, jako jsou termínované vklady, mají smysl nanejvýš během krátkého přechodného období (například proto, že kapitál bude v dohledné době potřeba jinde), protože i v časovém horizontu několika let mají krátkodobé úrokové investice po očištění o inflaci nižší výnosy. Rovněž při zvýšených krátkodobých úrokových sazbách je zachování reálné hodnoty vzhledem k současnému tempu růstu cen (i kdyby mělo opět klesnout na únosnou míru) stěžejí možné. Dobrou zprávou je, že vzhledem k poměrně konstruktivnímu střednědobému výhledu ekonomiky a kapitálového trhu se příliš defenzivní zaměření investic (např. do termínovaných vkladů) vůbec nezdá být nutné.

MANUELA D'ONOFRIO, ředitelka oddělení investiční strategie skupiny

PHILIP GISKDAKIS, investiční ředitel Německo, UniCredit Bank AG (HypoVereinsbank)

ALESSANDRO CAVIGLIA, investiční ředitel Itálie, UniCredit SpA

OLIVER PRINZ, spolutříditel pro investice, UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG

Pohled zblízka

Známky poklesu v poskytování úvěrů, ale zatím bez zjevného dopadu na ekonomiku

Poté, co se jednotlivé banky s velmi specifickými problémy v USA a ve Švýcarsku dostaly v březnu do potíží, které dočasně způsobily prudký pokles cen akcií bank a turbulence na finančních trzích, se trhy zpětně ukázaly jako velmi odolné, a to i díky rychlému a rozhodnému zásahu orgánů dohledu a vlád v USA a ve Švýcarsku. Podle očekávání se po fázi zvýšené volatility pozornost přesunula zpět k otázkám inflace a růstu. Současně se objevuje stále více signálů, že nedávné události mohou přispívat k tomu, že banky budou při poskytování úvěrů obezřetnější, zatímco poptávka po úvěrech bude klesat, což zbrzdí růst úvěrů na obou stranách Atlantiku.

USA: ÚVĚRY POSKYTOVANÉ KOMERČNÍMI BANKAMI SE V BŘEZNU PRUDCE SNÍŽILY, ALE V POSLEDNÍ DOBĚ SE STABILIZOVALY

Americká ekonomika zatím ustála nejsilnější zpřísnění měnové politiky za poslední desetiletí pozoruhodně dobře. Vzhledem k nejistému výhledu ekonomiky však velké americké banky podle posledního dostupného **průzkumu Federálního rezervního systému (Fed)**¹ již ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 zpřísnily své úvěrové standardy pro komerční a průmyslové úvěry a pro subjekty s úvěry na komerční nemovitosti. Kromě toho je pozorována nižší poptávka po úvěrech ze strany firem a domácností. Podle údajů Fedu očekávají americké banky v nadcházejících měsících další zpřísnění úvěrových standardů, oslabení poptávky a zhoršení kvality úvěrů. Navíc v **březnovém průzkumu spotřebitelských očekávání**² podle Fedu vzrostl na nejvyšší úroveň od průzkumu v roce 2014 podíl domácností, které uvedly, že je těžší získat úvěr než před rokem. Podle Národní federace nezávislých podniků (**NFIB**)³ je pro malé podniky také obtížnější získat úvěr.

V důsledku otřesů v americkém finančním sektoru se poskytování úvěrů komerčními bankami v USA prakticky zhroutilo (viz graf č. 1). Podle agentury Bloomberg kleslo ve druhé polovině března nejvíc od roku 1973, a to především v důsledku poklesu úvěrů poskytovaných malými bankami. Ačkoli tento vývoj naznačuje zpřísnění úvěrových podmínek, příčinná souvislost není zcela jasná a závěry o tom, zda byl propad způsoben především nižší nabídkou úvěrů (a přísnějšími úvěrovými postupy bank), nebo extrémní volatilitou trhu a jejím dopadem na poptávku po úvěrech, se zdají být předčasné. Údaje z prvního dubnového týdne navíc naznačují, že negativní trend v USA byl již prolomen. Jsou zde totiž známky toho, že se podařilo omezit dopady tlaku v bankovním sektoru z minulého měsíce.

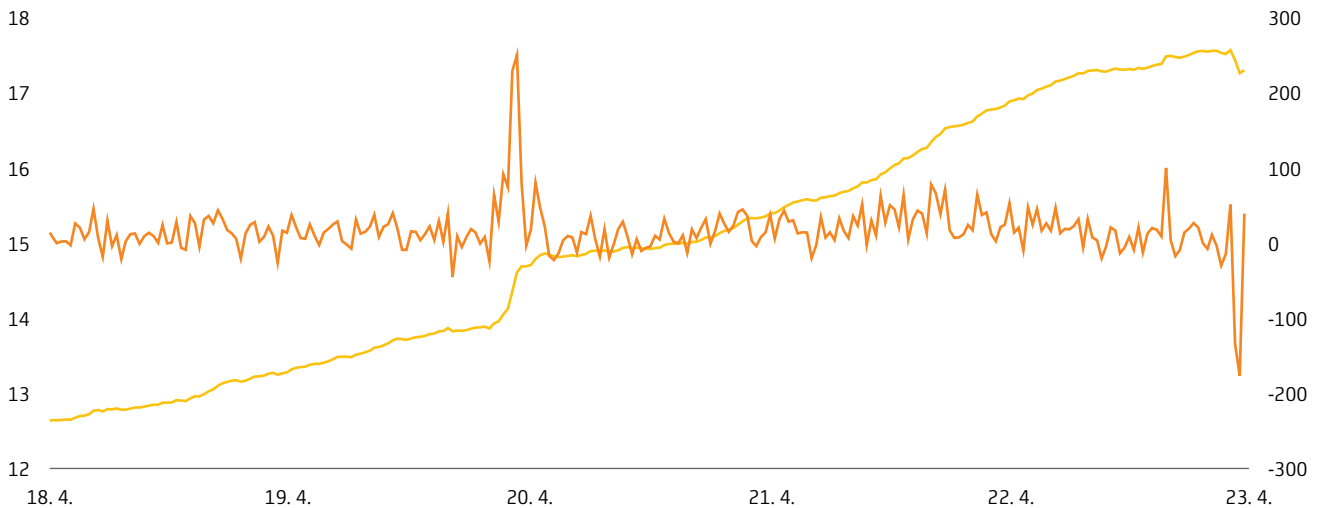
¹Viz průzkum úvěrových praktik bank z ledna 2023 (odkaz: <https://www.federalreserve.gov/data/documents/sloos-202301-fullreport.pdf>).

²Viz průzkum Fedu o očekáváních spotřebitelů (odkaz: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/news/research/2023/20230410>).

³Viz tisková zpráva Národní federace nezávislých podniků (NFIB), sdružení malých podniků v USA, které zastupuje malé a nezávislé podniky (odkaz: <https://www.nfib.com/content/press-release/economy/small-business-optimism-declines-slightly-in-march>).

1. OBJEM ÚVĚŘŮ OD AMERICKÝCH KOMERČNÍCH BANK SE V BŘEZNU PROPADL, ALE ZDÁ SE, ŽE SE OPĚT STABILIZOVAL

● Objem úvěrů amerických komerčních bank (biliony USD) ● Týdenní změna (mld. USD, RS)



Zdroj: Fed, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny
Sledované období: 15. 4. 2018 – 15. 4. 2023

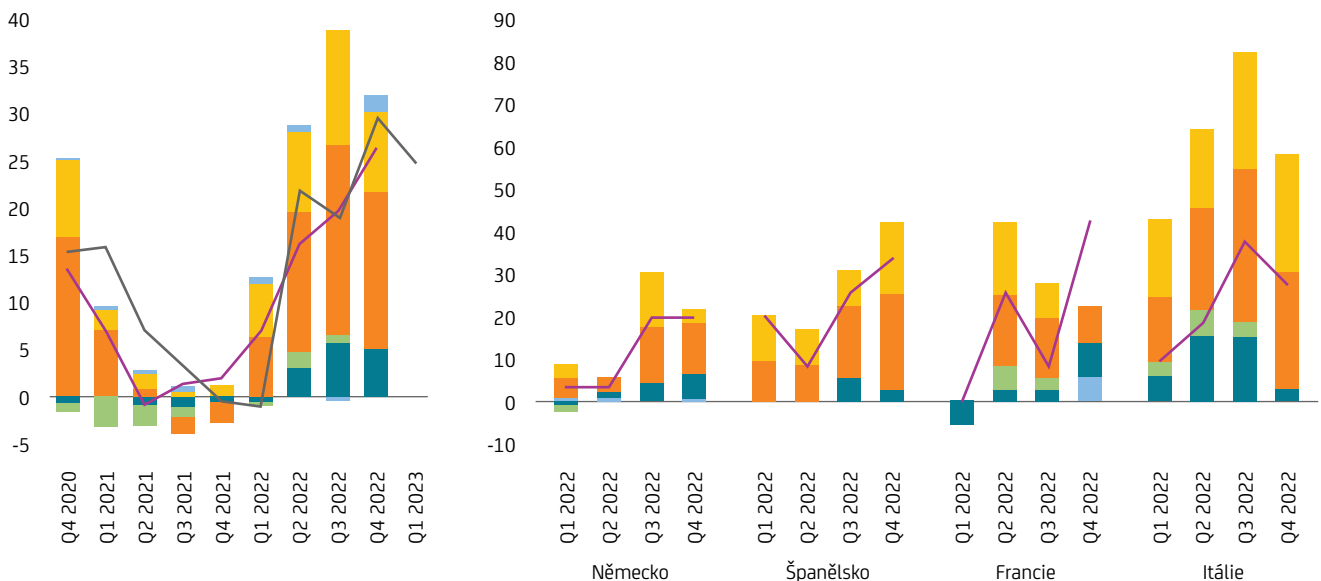
EUROZÓNA: ECB OČEKÁVÁ POMALEJŠÍ RŮST ÚVĚŘŮ

Pohled na výsledky nejnovějšího průzkumu ECB o úvěrech v eurozóně (**Bank Lending Survey, BLS⁴**) z ledna 2023 ukazuje, že ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 se zpřísnily také podmínky pro úvěry poskytované podnikům v eurozóně. Ještě před březnovými turbulencemi na světových finančních trzích (viz graf č. 2) 26 % bank hlásilo přísnější úvěrové podmínky s ohledem na rostoucí rizika spojená s hospodářským výhledem nebo situací v konkrétním odvětví či podniku, jakož i klesající toleranci k riziku a vyšší náklady na financování. Srovnatelný rozsah byl naposledy zaznamenán během dluhové krize v eurozóně v roce 2011. Podle ECB se také zpřísnily pokyny pro poskytování úvěrů na bydlení domácnostem a pro poskytování spotřebitelských úvěrů nebo jiných úvěrů domácnostem.

⁴ Viz také tisková zpráva Bundesbanky ze dne 31. ledna 2023 (odkaz: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/904056/f638118a4a7478463f-978167d761928c/mL/2023-01-31-u-mfrage-kreditgeschaef-t-download.pdf>)

2. ČISTÝ PODÍL BANK, KTERÉ OZNÁMILY ZPŘÍSNĚNÍ ÚVĚROVÝCH STANDARDŮ, A FAKTORY, KTERÉ K TOMU PŘÍSPĚLY

● Tolerance bank k riziku ● Vnímání rizika ● Konkurence ● Náklady na finanční prostředky a rozvahová omezení ● Jiné faktory
● Úvěrové standardy – skutečné ● Úvěrové standardy – očekávané



Poznámka: Příslušná procentuální bilance je definována jako rozdíl mezi součtem příslušných podílů (v procentech) bank, které odpověděly „výrazně zpřísnily“ a „mírně zpřísnily“, a součtem podílů (v procentech) bank, které odpověděly „mírně uvolnily“ a „výrazně uvolnily“. Položka „jiné faktory“ zahrnuje všechny ostatní faktory, které podle bank ovlivnily úvěrové standardy.

Zdroj: ECB, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

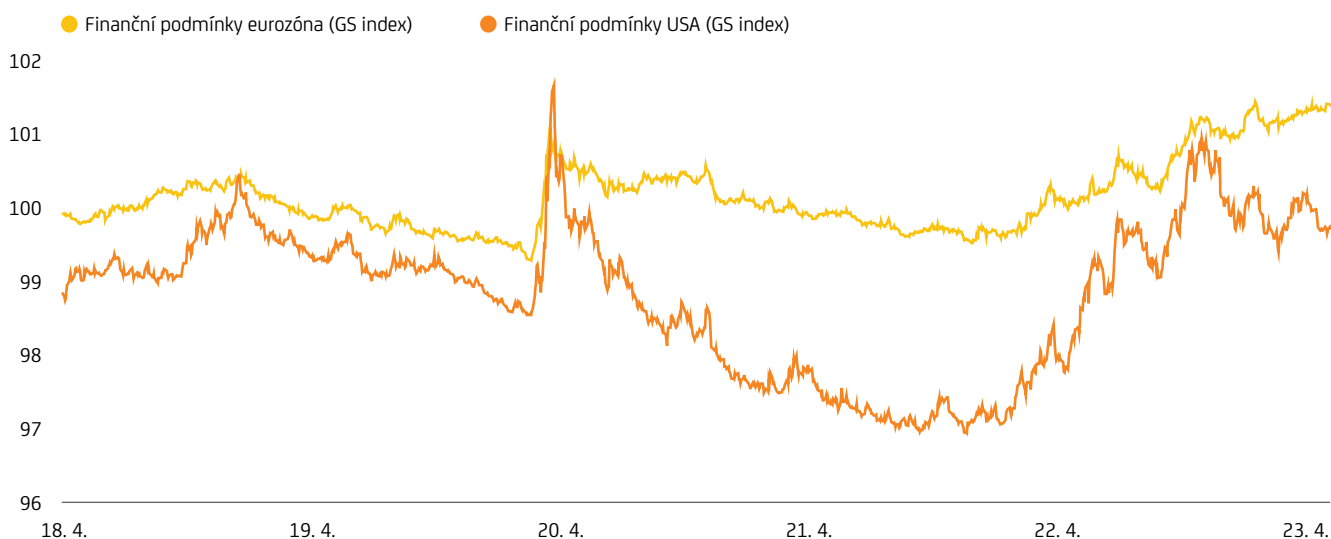
Současně se však snížila i poptávka po úvěrech, což pravděpodobně způsobily v důsledku obratu úrokových sazeb zvýšené náklady na refinancování. Nejnovější měsíční údaje ECB proto ukazují další zpomalení růstu úvěrů poskytovaných podnikům a domácnostem, i když meziroční tempo růstu je stále kladné. Pro první čtvrtletí roku 2023 banky v eurozóně podle ECB očekávají další zpřísnění pokynů pro poskytování podnikových úvěrů, úvěrů na bydlení a spotřebitelských úvěrů.

Zdá se být zřejmé, že růst úvěrů v eurozóně bude oslabovat s tím, jak se budou zpříšňovat podmínky financování. Například **GS index finančních podmínek v eurozóně**⁵ ukazuje, že na rozdíl od USA, kde se podmínky vrátily do vstřícného pásma, jsou podmínky na finančních trzích v eurozóně v současné době ještě přísnější než na začátku pandemie (viz graf č. 3). Samotná **ECB**⁶ několikrát signalizovala, že kromě toho, že potenciálně klesající důvěra spotřebitelů a investorů by mohla stlačit poptávku po úvěrech, očekává zpřísnění úvěrových standardů a pomalejší růst úvěrů.

⁵ Index finančních podmínek (FCI) společnosti Goldman Sachs je definován jako „vážený průměr bezrizikových úrokových sazeb, směnného kurzu, ocenění akcií a úvěrových rozpětí, kde váhy odpovídají přímému vlivu každé proměnné na HDP“ (viz také: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/case-for-financial-conditions-index.html>)

⁶ Viz mj. vyjádření viceprezidenta ECB Luise de Guindose z 1. dubna (odkaz: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230401~d66e5a2335.en.html>)

3. PODMÍNKY FINANCOVÁNÍ V EUROZÓNĚ A USA



Poznámka: Hodnota pod 100 znamená vstřícné podmínky, zatímco hodnota nad 100 znamená zpřísnění.

Zdroj: Bloomberg, Goldman Sachs Research, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Sledované období: 15. 4. 2018 – 15. 4. 2023

Zajímavé je, že novější průzkumy v Německu zatím nenaznačují, že by březnové události vedly k restriktivnějšímu přístupu bank při poskytování úvěrů podnikům. Podle průzkumu **institutu ifo**⁷ pak 22,7 % podniků, které v době průzkumu jednaly se svými bankami, v březnu uvedlo, že banky začaly být při poskytování úvěrů opatrnější. Ve srovnání s prosincem (30,0 %) jejich podíl výrazně poklesl. Výrazné snížení **překážek při získávání úvěrů** (tzv. credit hurdle)⁸ lze pozorovat zejména v průmyslu (z 27,8 % na 17,3 %) a v sektoru služeb (z 34,6 % na 26,5 %). Je však sporné, zda bude tento trend pokračovat. Například **studie auditorské a poradenské společnosti EY**⁹ ukazuje, že v Německu dvě ze tří německých bank očekávají v letošním roce pokles objemu úvěrů

⁷ Viz také tisková zpráva ifo z 31. března 2023 (odkaz: <https://www.ifo.de/pressemitteilung/2023-03-31/banken-weniger-zurueckhaltend-bei-kreditvergabe-fuer-unternehmen>)

⁸ V rámci čtvrtletních průzkumů ifo jsou zúčastněné podniky dotazovány na ochotu bank poskytovat úvěry, z čehož institut vypočítává ukazatel překážek při získávání úvěrů („credit hurdle“).

⁹ Viz také CreditMarketStudy společnosti EY pro rok 2023 (odkaz: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/de_de/news/2023/04/ey-kreditmarktstudie-2023.pdf)

DŮSLEDKY PRO MĚNOVOU POLITIKU A HOSPODÁŘSKÝ ROZVOJ

Souhru napětí v bankovním sektoru, trvale vysoké inflace a restriktivní politiky ECB nedávno empiricky analyzovala společnost Goldman Sachs Research, která dospěla k závěru, že prudký pokles cen akcií bank v minulosti často vedl ke zpřísnění úvěrových podmínek a k následnému poklesu objemu poskytovaných úvěrů, což na jedné straně přispívalo ke snížení hospodářského růstu a na druhé straně mírně tlumilo jádrovou inflaci, na což ECB obvykle reagovala snížením depozitní sazby. Ačkoli se zdá, že je předčasné, aby centrální banka vynášela konečné soudy o dopadu nedávného vývoje na růst a inflaci, je pravděpodobné, že Rada guvernérů bude stále více zvažovat, do jaké míry by nedávné napětí v bankovním sektoru mohlo s ohledem na další vývoj úrokových sazeb nepříznivě ovlivnit ekonomiku. Očekáváme, že dopad bude znatelný, i když zvládnutelný, ale předpokládáme, že bude výraznější v USA než v eurozóně. Pozornost investorů a analytiků se každopádně bude soustředit na nadcházející zveřejnění průzkumů bankovních úvěrů Fedu v USA a ECB v eurozóně na začátku května, které by měly přinést nové poznatky o úvěrech v eurozóně a tím i o dalším vývoji ekonomiky a měnové politiky.

Makroekonomická situace a trhy

Ekonomika USA na pokraji recese, výhled eurozóny se zlepšuje

EKONOMIKA USA: ZŘEJMĚ DÁLE OSLABÍ, V POLOVINĚ ROKU PRAVDĚPODOBNĚ ZÁPORNÝ RŮST

Ekonomika USA se nadále ochlazuje. To naznačují nedávno zveřejněné hlavní ukazatele (mimo jiné nadále oslaboval index ISM pro průmysl a služby). Očekáváme, že toto zpomalení bude pokračovat a ekonomika se kolem poloviny roku dostane do mírné recese (tj. mírně záporný růst ve druhém a třetím čtvrtletí vždy o 0,3 % oproti předchozímu čtvrtletí). To naznačují i klesající „přebytky úspor“ soukromých domácností, snižující se růst spotřebitelských úvěrů a trvale oslabující trh práce. Celkově lze říct, že posledně jmenované faktory pravděpodobně zatíží soukromou spotřebu, která byla dosud hlavním pilířem růstu HDP. Účinky přísnější měnové politiky by rovněž mohlo posílit další zpřísnění úvěrových podmínek pro domácnosti a podniky (viz komentář v části Pohled zblízka) v důsledku napětí v americkém bankovním sektoru. Podle zápisu z březnového zasedání Fedu i akademičtí pracovníci Fedu očekávají v letošním roce mírnou recesi. Za rok 2023 jako celek předpokládáme růst HDP o 0,5 % a za rok 2024 o 0,8 % (viz graf č. 4). Inlace by se měla do konce roku 2023 zmírnit přibližně na 3 % a poté do poloviny roku 2024 na 2 %. Nejnovější údaje o inflaci za březen potvrzují, že dezinflační tendence u mnoha složek koše indexu spotřebitelských cen pokračuje: celková míra inflace činila v březnu meziročně 5,0 % (pokles z únorových 6,0 %), zatímco **jádrová inflace**¹⁰ zůstává trvale vysoko nad 5 %. Z tohoto důvodu bude Fed i nadále sledovat svůj cíl bojovat proti inflaci, přestože se úrokové sazby blíží k zamýšlenému vrcholu. V březnu zvýšil základní úrokovou sazbu na 5 % (horní pásmo) a očekáváme, že po konečném zvýšení o 25 bazických bodů dosáhnou základní úrokové sazby vrcholu v květnu. Celkové snížení sazeb o 150 bazických bodů očekáváme až v roce 2024.

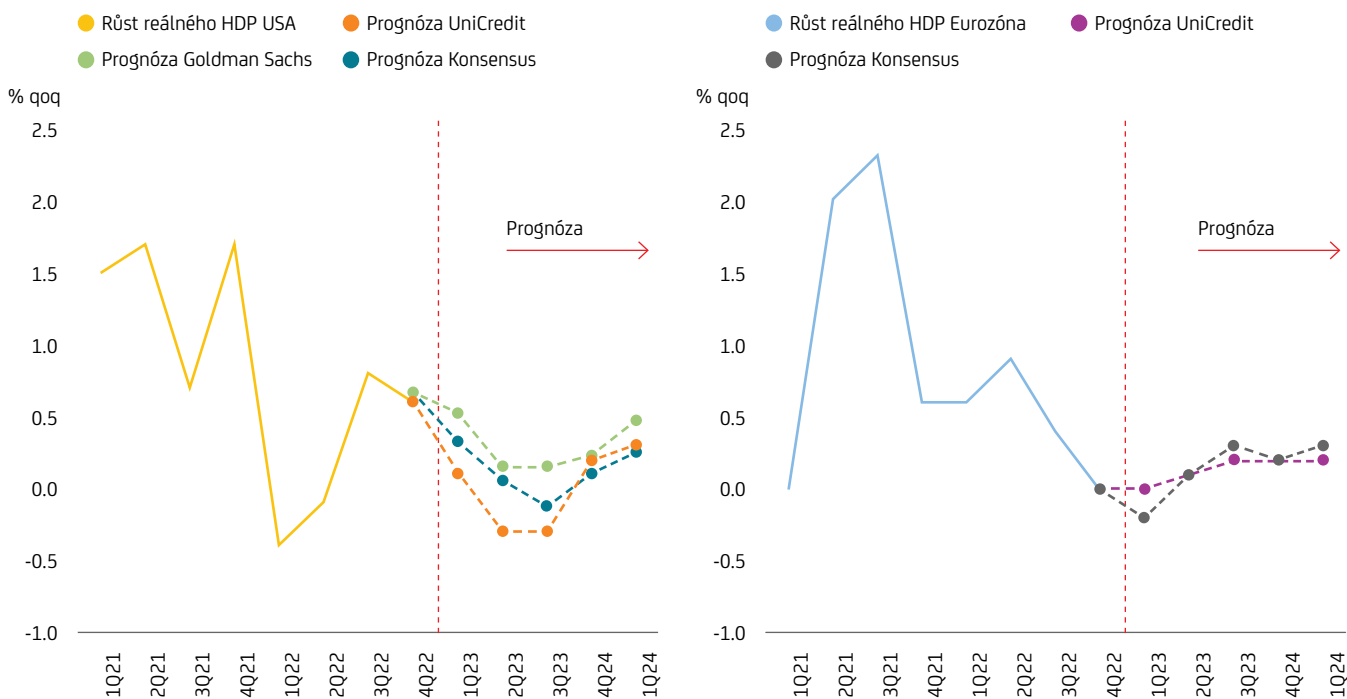
¹⁰ Jde o celkovou inflaci bez volatilních energií a potravin, a proto lépe vystihuje základní inflační tlaky.

EUROZÓNA: ODOLNÁ EKONOMIKA VZDORUJE RECESI

V eurozóně se hospodářské údaje a údaje z trhu práce drží v poslední době na dobré úrovni. Solidní stav ekonomiky by tak měl do značné míry kompenzovat hrozící rizika plynoucí z oslabení úvěrového cyklu i z turbulencí na finančních trzích v důsledku napětí v americkém bankovním sektoru a událostí souvisejících s významnou švýcarskou bankou. V souladu s tím nevidíme v nadcházejících čtvrtletích žádný výrazný pokles, a tedy **ani (technickou) recesi**¹¹, což je dáno především tím, že se Evropa vyhne energetické krizi zejména tím, že nehrozí nedostatek plynu. Nicméně na růst zřejmě budou v roce 2023 negativně působit vysoká inflace a zpřísnující se podmínky poskytování úvěrů (viz komentáře v části Pohled zblízka). Potvrzujeme naši prognózu růstu ve výši přibližně 0,5 % pro rok 2023 jako celek a 1,0 % pro rok 2024 (viz graf č. 4). Inlace v eurozóně má podobně jako v USA klesající tendenci, i když jádrová inflace ještě nedosáhla svého vrcholu. Očekáváme proto, že ECB bude po březnovém zvýšení úrokových sazeb o 50 bazických bodů pokračovat ve zpřísnování své politiky. Je pravděpodobné, že depozitní sazba bude opět zvýšena, a to o 25 bazických bodů v květnu i v červnu a červenci, čímž by depozitní sazba v polovině roku 2023 dosáhla svého maxima ve výši 3,75 %. Snížení úrokových sazeb, celkově o 75 bazických bodů, stále neočekáváme dříve než v polovině roku 2024.

¹¹ Technická recese znamená dvě po sobě jdoucí čtvrtletí záporného růstu.

4. AMERICKÁ EKONOMIKA JE NA POKRAJI MÍRNÉ REcese, ZPOMALENÍ V EUROZÓNĚ BY MĚLO BRZY SKONČIT



Zdroj: Bloomberg, Consensus, Goldman Sachs, UniCredit Research, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

ČÍNSKÁ EKONOMIKA NA ZAČÁTKU ROKU VÝRAZNĚ OŽIVUJE

Také v Číně se v poslední době ekonomické ukazatele výrazně zlepšily. Všechny hlavní indexy nákupních manažerů v březnu odpovídaly hospodářské expanzi, což ukazuje na pokračující oživení. Čínský HDP vzrostl v prvním čtvrtletí mezičtvrtletně o 2,2 %, přičemž ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 to bylo pouze 0,6 %. Za výrazný vzestup na začátku roku byli zodpovědní především čínští spotřebitelé, kteří po delší dobu značně omezovali své výdaje v důsledku přísných opatření omezujících volný pohyb osob vyplývajících z vládní politiky nulového covidu. Očekáváme, že hospodářské oživení v Číně bude pokračovat i v průběhu roku, a předpokládáme, že v roce 2023 poroste HDP přibližně o 5 %, čímž se naše údaje shodují s novým cílem růstu „kolem 5 %“, který vláda stanovila na začátku března. Pro rok 2024 vidíme poněkud nižší růst, a to kolem 4,5 %. Očekávání růstu, která jsou ve srovnání s minulostí méně ambiciózní, jsou důsledkem řady faktorů trvale zatěžujících čínskou hospodářskou aktivitu. Patří mezi ně strukturální problémy, jako je nízká produktivita, stárnutí populace a sektor nemovitostí se sklonem ke korekcím v důsledku snížení cen. Na druhou stranu vláda opět oznámila, že neplánuje žádné velké stimulační programy. Fiskální a měnová politika však pravděpodobně zůstane mírně podpůrná.

FINANČNÍ TRHY PODPORUJE VYHLÍDKA NA BLÍŽÍCÍ SE VRCHOL ÚROKOVÝCH SAZEB V USA

Po březnových turbulencích na finančních trzích, které byly vyvolány napětím v americkém bankovním sektoru a krizí jedné z významných švýcarských bank, se v dubnu v důsledku slabších hospodářských údajů z USA trhy podle očekávání stále více zaměřovaly na otázky růstu. Ačkoli oslabující hospodářská dynamika vyvolává zvýšenou nejistotu, finanční trhy tento vývoj interpretovaly především jako signál, že vrcholu úrokových sazeb – zejména v USA – bude pravděpodobně brzy dosaženo. To v poslední době poněkud podpořilo akciové trhy: například index S&P 500 si od konce března do 18. dubna připsal přibližně 0,6 %, zatímco index Stoxx Europe 600 ve stejném období vzrostl o více než 1,7 %. Výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů se v tomto období zvýšily přibližně o 20 bazických bodů poté, co v březnu klesly o zhruba 60 bazických bodů. Výnosy desetiletých německých dluhopisů se rovněž zvýšily, a to o necelých 25 bazických bodů. Výsledný nižší výnosový diferenciel mezi americkými a německými státními dluhopisy a pokračující restriktivní očekávání trhů ohledně hlavních úrokových sazeb v eurozóně v dubnu výrazně podpořily euro: kurz EUR/USD nadále posiloval a v určitých okamžicích dokonce překonal hranici 1,10. Na komoditních trzích vzrostla cena zlata od konce března do 18. dubna přibližně o 1 %, zatímco cena ropy Brent se během tohoto období navzdory oznámení OPEC+, že hodlá od května snížit těžbu ropy, příliš neměnila a naposledy se pohybovala kolem 85 USD za barel (od 18. dubna 2023).

Alokace aktiv – správa našeho portfolia

Aktiva		Investiční prostředí	Investiční pohled		
			Negativní	Neutrální	Pozitivní
Hlavní třídy aktiv		Globální akcie	○	●	○
		Globální dluhopisy	○	●	○
		Peněžní trhy	○	●	○
		Alternativy	○	●	○
Hlavní třídy aktiv podrobně	Akcie	USA	○	●	○
		Evropa	○	●	○
		Pacifik (DM ¹)	○	●	○
		Rozvíjející se trhy	○	●	○
	Dluhopisy	Státní dluhopisy zemí EMU	○	●	○
		Státní dluhopisy zemí mimo EMU	○	●	○
		EUR IG podnikové dluhopisy	○	○	●
		Podnikové dluhopisy HY	●	○	○
	Komodity	Dluhopisy rozvíjejících se trhů	○	○	●
		Ropa	○	●	○
	Zlato	○	○	●	

¹DM = rozvinuté trhy (Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)

Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ AKCIE

Makroekonomická odolnost podnítila oživení akcií, ale vzhledem k opožděnému dopadu vyšších úrokových sazeb je zde podstatné riziko zpomalení růstu zisku v nadcházejících měsících. Selektivita při výběru sektorů a akcií je stále důležitější.

NEUTRÁLNÍ EVROPSKÉ AKCIE

Restriktivní politika ECB, ale oživení indexů PMI v prvním čtvrtletí a rostoucí průmyslová produkce. Evropské akcie jsou podporovány levným oceněním, hodnotovým/cyklickým zkrácením a podhodnocením pozice investorů, a to i přes přetrvávající vysoké geopolitické riziko (válka mezi Ruskem a Ukrajinou).

NEUTRÁLNÍ AMERICKÉ AKCIE

Stále silný trh práce a příjmová odolnost, ale rostoucí nejistota v důsledku obav z úvěrové krize/recese. V důsledku vysokého ocenění jsou americké akcie zranitelné v případě hospodářského poklesu.

NEUTRÁLNÍ AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

Čínská ekonomika těží z opětovného otevření ekonomiky a podpůrné měnové a fiskální politiky. Celkově je ocenění akcií rozvíjejících se trhů nízké. Hlavním zdrojem obav je rostoucí konfrontace mezi USA a Čínou. Důrazně se doporučuje selektivita při výběru zemí a sektorů v rozvíjejících se zemích.

NEUTRÁLNÍ PACIFICKÉ AKCIE

Opětovné otevření čínské ekonomiky je pozitivní, ale ve střednědobém až dlouhodobém horizontu panuje větší nejistota, protože japonská centrální banka pod vedením Kazua Uedy by mohla být nucena v případě přehřátí ekonomiky opustit politiku kontroly výnosové křivky a zvýšit úrokové sazby. To pravděpodobně povede k posílení japonského jenu a ovlivní akciové trhy, zejména vývozce.

NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ DLUHOPISY

Předpokládají se postupně méně jestřábí/expanzivní konkurenční výnosy a politika hlavních centrálních bank, ačkoli jádrová inflace vykazuje známky určité setrvačnosti.

ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ V EURECH

Výnosy jsou atraktivní, ale vzhledem k relativně nízkým rozpětím a potenciálnímu prudkému oslabení makroekonomického vývoje se ještě více přikláníme ke kvalitním dluhopisům a volíme selektivní a defenzivní strategii.

NEGATIVNÍ PODNIKOVÉ DLUHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSEM

Rozpětí zatím plně nezohledňuje možné zpomalení ekonomiky, zejména v USA, v důsledku přísnějších podmínek pro poskytování úvěrů. Tato třída aktiv je také relativně méně likvidní.

NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU

Přes vysokou jádrovou inflaci očekáváme, že ECB bude citlivě reagovat na zpomalení ekonomiky a/nebo obavy z úvěrové krize.

NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU

Navzdory poněkud přetrvávající jádrové inflaci ve službách se konkurenční výnosy a Fed blíží k bodu obratu.

ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

Podpořeno očekáváním obratu v politice Fedu a oslabením amerického dolaru. Nadále volíme defenzivní a selektivní strategii a vyhýbáme se zemím s vysokým zahraničním dluhem a schodkem běžného účtu.

NEUTRÁLNÍ PENĚŽNÍ TRHY

Zajímavé výnosy, ale my dáváme přednost investicím do tříd aktiv s pevným vyšším výnosem, jako jsou státní dluhopisy, podnikové dluhopisy investičního stupně v eurech a dluhopisy rozvíjejících se trhů.

NEUTRÁLNÍ ALTERNATIVY

Nabízejí portfoliím možnost zabránit korelaci, zatímco reálná aktiva těží ze své role zajišťování proti inflaci.

NEUTRÁLNÍ KOMODITY

Obavy z globálního zpomalení mají negativní dopad, ale komodity naopak podporuje opětovné otevření čínské ekonomiky.

POZITIVNÍ ZLATO

Podpořeno očekáváním poklesu sazeb v USA, oslabením amerického dolaru a rostoucí nejistotou.

MĚNY

Očekává se, že americký dolar bude dále oslabovat v důsledku méně restriktivní politiky Fedu a oslabování americké ekonomiky.

Jak investovat

Investiční nápady v současné scénář



SOUČASNÝ SCÉNÁŘ

MĚNOVÁ POLITIKA

Americký Federální rezervní systém (Fed) bude i nadále sledovat svůj cíl bojovat proti inflaci, přestože se úrokové sazby blíží k zamýšlenému vrcholu. V březnu Fed zvýšil základní úrokovou sazbu na 5 % a očekáváme, že po konečném zvýšení o 25 bazických bodů dosáhnou základní úrokové sazby vrcholu v květnu. Očekáváme, že Evropská centrální banka (ECB) bude po březnovém zvýšení úrokových sazeb o 50 bazických bodů pokračovat ve zpříšňování své politiky. Je pravděpodobné, že depozitní sazba bude opět zvýšena, a to o 25 bazických bodů v květnu i v červnu a červenci, čímž by v polovině tohoto roku dosáhla svého maxima ve výši 3,75 %. Snížení úrokových sazeb stále neočekáváme dříve než v polovině roku 2024.

INFLACE

Inflace ve Spojených státech by se měla do konce roku 2023 zmírnit přibližně na 3 % a poté do poloviny roku 2024 na 2 %. Nejnovější údaje o inflaci za březen potvrzují, že dezinflační tendence u mnoha složek koše indexu spotřebitelských cen pokračuje: celková míra inflace činila v březnu meziročně 5,0 % (pokles z únorových 6,0 %), zatímco jádrová inflace zůstává trvale vysoko nad 5 %. Inflace v eurozóně má podobně jako v USA klesající tendenci, i když jádrová inflace ještě nedosáhla svého vrcholu.

HOSPODÁŘSKÝ RŮST

Nedávno zveřejněné hlavní ukazatele naznačují, že americká ekonomika nadále ochlazuje. Očekáváme, že toto zpomalení bude pokračovat a že americká ekonomika vstoupí kolem poloviny roku do mírné recese. V eurozóně se hospodářské údaje a údaje z trhu práce v poslední době drží na dobré úrovni. Solidní stav ekonomiky by tak měl do značné míry kompenzovat hrozící rizika plynoucí z oslabení úvěrového cyklu i z turbulencí na finančních trzích v důsledku napětí v americkém bankovním sektoru a událostí souvisejících s významnou švýcarskou bankou.

JAK INVESTOVAT

INVESTICE DO DLUHOPISŮ

Podnikové dluhopisy v současnosti vykazují celkově velmi atraktivní výnosy. Pokud jde o poměr rizika a výnosů, pak vzhledem k relativně vysoké úrovni referenčních výnosů a s ohledem na současné úvěrové rozpětí doporučujeme více investovat do kvalitních podnikových dluhopisů investičního stupně (IG), které jsou odolnější v případě oslabení makroekonomické situace.

NAŠE IDEA: KVALITNÍ PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ

V loňském roce jsme byli svědky rychlého přechodu od velmi nízkých úrokových sazeb k normálnějšímu kontextu. Rok 2022 byl z hlediska celkového výnosu podnikových dluhopisů investičního stupně v eurech vůbec nejhorším rokem (-14 %). Od poloviny října 2022 do začátku března jsme zaznamenali známky oživení, protože investoři začali oceňovat dosažení vrcholu inflace a změnu politiky centrálních bank, zatímco rozpětí se zotavilo z maxim dosažených v období po pandemii. V březnu trhy zažily novou vlnu volatility, kdy v důsledku krize regionálních bank v USA a jejího přelévání mezi slabší globální hráče investoři výrazně upřednostňovali kvalitu, a proto investovali hodně do státních dluhopisů, a kdy se zvyšovala úvěrová rozpětí.

Pokud jde o budoucnost, pak se i přes tuto neočekávanou fázi averze k riziku domníváme, že z hlediska poměru rizika a výnosů je vhodné investovat do kvalitních podnikových dluhopisů investičního stupně (IG). Nabízejí kombinaci dobrého ocenění, přesvědčivého výnosu (kolem 4 % k 13. dubnu) a atraktivního úvěrového rozpětí, zejména po jeho nedávném zvýšení. V současné době pak segmenty IG v eurech s vysokým ratingem, jako je segment A, nabízejí výnosy podobné těm, které nabízely před rokem segmenty s vysokým výnosem v eurech.

Celkově jsou úvěrové základy IG silné: solidní rozvahy, lepší než očekávané zisky, zdravé hotovostní zůstatky a úroveň pákového efektu, která není oproti dlouhodobým průměrům nijak vysoká, umožňují evropským podnikům pohodlně čelit i náročnému tržnímu prostředí. Míra selhání by měla zůstat nízká, i když se po nedávných bankovních turbulencích a zpomalení ekonomiky očekává vyšší počet nesplacených úvěrů v důsledku zprůsnění podmínek pro poskytování úvěrů.

Technické údaje jsou dobré: čistá nabídka by měla být po zbytek roku nízká díky vysokým hotovostním pozicím, omezené aktivitě v oblasti fúzí a akvizic a konzervativní finanční politice podniků. Po silném začátku roku a stagnaci v březnu v důsledku napětí na trhu by se poptávka měla vrátit k IG, které po období volatility obvykle jako první přitahují kupce zaměřující se na výnosy, a kompenzovat tak ukončení kvantitativního uvolňování ze strany ECB.

V prostředí utlumeného hospodářského cyklu a snižující se volatility základních výnosů se ve druhé polovině roku 2023 zvyšování sazeb pravděpodobně pozastaví, což je nejpříznivější scénář pro kvalitní IG. Pro případy zvláště nepříznivého scénáře vývoje s nízkou pravděpodobností bude však i nadále nutností dělat selekci úvěrů – stále vysoká inflace, nejistá reakce centrálních bank a politika kvantitativního zprůsnování a náročné ekonomické prostředí by mohly vyvolat nové epizody volatility. Dlouhodobí investoři by to měli považovat za příležitost k nákupu.

INVESTICE DO AKCIÍ

Makroekonomická odolnost vedla k oživení akcií, ale vzhledem k opožděnému dopadu vyšších úrokových sazeb je zde podstatné riziko zpomalení růstu zisku v nadcházejících měsících. Selektivita při výběru sektorů a akcií je stále důležitější. Evropské akcie jsou podporovány levným oceněním, hodnotovým/cyklickým zkreslením a podhodnocením pozice investorů, a to i přes přetrvávající vysoké geopolitické riziko. Pro americký trh je v současnosti charakteristický stále silný trh práce a odolnost zisku, ale rostoucí nejistota v důsledku obav z úvěrové krize a recese. V důsledku vysokého ocenění jsou americké akcie zranitelné v případě hospodářského poklesu.

NAŠE IDEA: UMĚLÁ INTELIGENCE (AI)

ChatGPT je základní model založený na přirozeném jazyce určený pro interakce s uživateli prostřednictvím konverzace připomínající rozhovor s člověkem. Je vytvořen na základě rodiny modelů GPT (Generative Pretrained Transformer) společnosti OpenAI. „Generativní umělou inteligenci“ lze popsat jako modely hlubokého učení, které se učí na obrovském množství dat (potenciálně na celém internetu). Po potřebném výcviku se stanou základním modelem. Parametry tohoto modelu se pak upravují a aktualizují tak, aby se z nich staly nové modely, specifitější a specializovanější.

ChatGPT, s rekordním počtem jednoho milionu uživatelů dosaženým za pět dní, je nejlepším příkladem zrychlujícího se tempa přijímání aplikací spotřebiteli a představuje „iPhone moment“ pro umělou inteligenci. Úspěch iPhone byl v podstatě spojen s tím, že díky svému mimořádně intuitivnímu uživatelskému rozhraní umožnil komukoli (od dětí až po seniory) používat „vyspělé technologie“. Jeho funkčnost a přijetí okamžitě podpořilo spuštění obchodu App Store, který umožnil třetím stranám vyvíjet a zpeněžit nové obchodní nápady. Podobně si ChatGPT rychle získal oblibu zejména mezi „laickou veřejností“ díky jednoduchému rozhraní, které uživateli nabízí odpovědi na skutečné, a to i složité potřeby pro vlastní osobní a každodenní použití.

Všechny velké technologické společnosti a řada startupů začaly investovat do budování svého základního přirozeného modelu. V krátkodobém horizontu může být obtížné určit investiční dopady ChatGPT, protože náklady na tuto inovativní technologii budou zpočátku zatěžovat finanční výsledky společností, zatímco příjmy budou následovat se zpožděním. Z velkých softwarových technologií budou mít největší prospěch ti, kteří byli první na trhu, a také ti, kteří nebudou trpět „dilematem inovátora“, tedy situací, kdy je společnost v souvislosti s novou technologií nucena rozhodnout se proti jejímu zavedení a riskovat tak ztrátu potenciální konkurenční výhody, nebo naopak pro její zavedení, kdy zase riskuje kanibalizaci svého stávajícího podnikání. Vedle softwarových společností jsou dalšími vítězi výrobci polovodičů vyvíjející čipy, na nichž běží algoritmy umělé inteligence, a které poskytují značný výpočetní výkon potřebný k výcviku základního modelu založeného na přirozeném jazyce.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	20. 4. 22	20. 4. 18	19. 4. 19	20. 4. 20	20. 4. 21	20. 4. 22	20. 4. 18	1. 1. 23
Do	20. 4. 23	20. 4. 19	20. 4. 20	20. 4. 21	20. 4. 22	20. 4. 23	20. 4. 23	20. 4. 23
Aktiové indexy (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	-3,7	4,7	-5,4	49,2	4,6	-3,7	48,9	9,2
MSCI Emerging Markets (v USD)	-6,6	-5,1	-15,2	53,5	-16,6	-6,6	-3,8	4,1
MSCI US (v USD)	-6,5	10,0	-0,8	51,6	7,6	-6,5	66,4	8,2
MSCI Europe (v EUR)	5,6	6,1	-11,9	31,5	10,1	5,6	43,0	11,4
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	-2,6	-4,4	-9,0	47,6	-15,2	-2,6	6,1	5,3
STOXX Europe 600 (v EUR)	4,8	5,9	-11,2	32,8	9,0	4,8	42,6	11,1
DAX 40 (Německo v EUR)	10,0	-2,8	-12,7	41,7	-5,1	10,0	25,7	13,5
MSCI Italy (v EUR)	15,0	-5,2	-21,2	42,3	7,0	15,0	30,8	16,0
ATX (Rakousko, v EUR)	2,6	-2,4	-35,4	56,7	8,9	2,6	10,5	5,1
SMI (Švýcarsko, v CHF)	-5,1	11,7	5,5	17,7	14,3	-5,1	50,4	8,5
S&P 500 (USA, v USD)	-5,8	10,1	-0,9	48,9	9,4	-5,8	67,4	8,1
Nikkei (Japonsko, v JPY)	7,7	2,1	-9,4	50,3	-4,7	7,7	42,9	10,9
CSI 300 (Čína, v jüanech)	3,4	10,6	-4,4	34,7	-18,5	3,4	20,0	6,3
Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-2,3	5,6	23,3	-6,4	-9,6	-2,3	7,6	4,0
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-2,3	4,4	15,3	-4,5	-7,1	-2,3	4,3	2,9
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-1,3	5,7	9,2	5,9	-9,1	-1,3	9,7	3,6
Německé 10Y dluhopisy (v EUR)	-11,0	7,1	5,0	-1,5	-9,4	-11,0	-10,8	2,1
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-10,3	2,3	3,7	2,7	-8,4	-10,3	-10,4	1,4
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-6,1	2,8	-1,6	6,5	-7,3	-6,1	-6,3	1,9
Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	62	-36	-194	95	135	62	62	-29
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	113	-21	-198	42	183	113	119	-27
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	117	-18	-70	-84	191	117	136	-24
Německé 10Y dluhopisy (v EUR)	162	-57	-47	15	112	162	185	-12
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	177	-12	-33	-26	111	177	216	-5
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	207	-21	52	-103	161	207	297	-12
Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (BofAML US Corporate Master)	9	7	119	-140	33	9	28	0
Podnikové dluhopisy USA (BofAML US High Yield)	98	40	379	-417	21	98	121	-25
Podnikové dluhopisy v eurech (BofAML Euro Corporate AAA-A)	18	10	73	-88	40	18	53	-4
Podnikové dluhopisy v eurech (BofAML Euro High Yield)	33	57	283	-334	122	33	161	-39
Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)								
Libor (USD, 3 měsíce)	414	22	-148	-91	95	414	291	51
Euribor (EUR, 3 měsíce)	369	2	7	-29	6	369	354	108
Směnné kurzy eura (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	1,1	-9,1	-3,5	11,0	-10,1	1,1	-11,6	2,6
Britská libra (EUR-GBP)	6,3	-0,6	1,0	-1,2	-3,9	6,3	1,4	-0,6
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-4,3	-5,0	-7,6	4,9	-7,0	-4,3	-18,1	-0,4
Japonský jen (EUR-JPY)	6,5	-5,3	-7,0	11,6	6,0	6,5	11,0	4,8
Komodity (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	2,5	-6,0	33,2	0,9	9,3	2,5	41,5	10,2
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-21,3	-15,8	-19,3	59,6	31,5	-21,3	12,1	0,2
Zlato (v USD za ryzí unci)	2,4	-5,2	32,7	4,9	10,0	2,4	48,7	10,2
Ropa (Brent, v USD za barel)	-24,1	-3,8	-64,3	160,0	60,3	-24,1	8,6	-4,5

Upozornění: Minulé hodnoty a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v cizích měnách mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny. Takzvané syntetické dluhopisy se vypočítávají tak, aby odrážely výkonost státních dluhopisů s pevnou dobou splatnosti. V každém případě se jako referenční hodnota pro možnost výnosu syntetického dluhopisu použije „nejvhodnější“ reálný federální dluhopis v příslušném období. Vývoj očekávaného výnosu do splatnosti je uveden za následujících podmínek: obsluha úrokových plateb, odkup v souladu s podmínkami a držba do splatnosti. V tomto ohledu jde o výnosovou příležitost. Výnosové příležitosti odrážejí rozdílné hodnocení rizika investory pro příslušné produkty nebo země (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují žádné náklady. V případě měn a komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 20. 4. 2023.

Právní upozornění

Tato publikace společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank AG (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“) je určena široké veřejnosti a je poskytována zdarma pouze pro informační účely. Předmětné sdělení nepředstavuje investiční doporučení ani poradenství ze strany skupiny UniCredit a rozhodně nejde o žádnou nabídku určenou veřejnosti ani výzvu k nákupu nebo prodeji cenných papírů.

Skupina UniCredit, včetně všech společností z této skupiny a ostatních společností ze skupiny UniCredit, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím uvedeným v tomto dokumentu.

Více informací naleznete na: <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>.

Veškeré odhady nebo hodnocení obsažené v této publikaci představují nezávislý názor skupiny UniCredit a stejně jako veškeré informace v ní obsažené jsou uváděny v dobré víře na základě údajů dostupných k datu zveřejnění, převzatých ze spolehlivých zdrojů, avšak mají čistě orientační charakter a mohou se kdykoli po zveřejnění změnit, přičemž skupina UniCredit Group za jejich úplnost, správnost a pravdivost neručí a nenesе za ně žádnou odpovědnost. Zájemci proto musejí učinit vlastní investiční posouzení zcela samostatně a nezávisle, přičemž musejí vycházet výhradně z vlastních úvah o podmínkách na trhu a z celkově dostupných informací, a to v souladu se svým rizikovým profilem a ekonomickou situací.

Je třeba také poznamenat následující:

1. Informace týkající se výsledků finančního nástroje, indexu nebo investiční služby dosažených v minulosti nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků.
2. U investičních nástrojů denominovaných v jiné měně, než je měna investora, může hodnota investice silně kolísat v závislosti na změnách směnných kurzů a mít nežádoucí vliv na výnosnost investice.
3. Cena investic, které nabízejí vysoké výnosy, může po snížení ratingu výrazně kolísat. V případě úpadku emitenta může investor přijít o veškerý investovaný kapitál.
4. Investice s vysokou volatilitou mohou podléhat náhlým a výrazným poklesům hodnoty a v okamžiku prodeje mohou generovat značné ztráty až do výše celého investovaného kapitálu.
5. V případě mimořádných událostí může být pro investora obtížné prodat nebo zpeněžit určité investice nebo získat spolehlivé informace o jejich hodnotě.
6. Pokud informace odkazují na konkrétní daňový režim, je třeba upozornit, že daňový režim závisí na individuální situaci zákazníka a může se v budoucnu změnit.
7. Pokud se informace týkají budoucích výsledků, je třeba upozornit na to, že nepředstavují spolehlivý ukazatel těchto výsledků.

Skupina UniCredit v žádném případě nenesе odpovědnost za skutečnosti ani škody, které mohou komukoli vzniknout v důsledku použití tohoto dokumentu, včetně škod způsobených ztrátami, ušlým ziskem nebo nerealizovanými úsporami.

Obsah publikace – včetně údajů, zpráv, informací, obrázků, grafiky, kreseb, značek a názvů domén – je vlastnictvím společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank AG, pokud není uvedeno jinak, a vztahuje se na něj autorské právo a právo průmyslového vlastnictví. Neposkytuje se žádná licence ani právo na užívání, a proto není dovoleno reprodukovat celý tento obsah nebo jeho část na jakémkoli nosiči, kopírovat jej, zveřejňovat a používat ke komerčním účelům bez předchozího písemného souhlasu skupiny UniCredit, s výjimkou možnosti pořizování kopií pouze pro osobní potřebu.



**UniCredit Bank Czech Republic
and Slovakia, a.s.**



Adresa
Želetavská 1525/1
140 92 Praha 4 – Michle



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions