

Měsíční výhled

Květen 2022

Cena svobody

Obsah

Cena svobody

Strana 3

Souhrnný přehled

Strana 6

Dopis investičních ředitelů (CIO)

Strana 8

Pohled zblízka

Strana 12

Makroekonomika a trhy

Strana 20

Alokace aktiv – jak řídíme naše portfolio

Strana 28

Sloupky

Souhrnný přehled

Cena svobody



Aktuální informace o trhu

Strašlivá válka na Ukrajině, dodávky těžkých zbraní a možné důsledky rozsáhlého energetického embarga – to jsou témata, která dnes dominují titulčkům v médiích a jsou hnacím motorem trhů, zejména v Evropě. Očekávání výraznějšího zpříšňování sazeb centrálních bank na pozadí sílící globální inflace spolu s karanténními opatřeními zaváděnými v Číně v souvislosti s covidem však nadále vytvářejí tlak na investory a ekonomiku.

S největší pravděpodobností se budeme muset připravit na rychlejší růst (klíčových) úrokových sazeb a přinejmenším prozatím na ještě vyšší míru inflace a pomalejší růst. V extrémním případě – například pokud by došlo k zastavení dovozu veškerých ruských energetických surovin spolu s omezeným substitučním potenciálem zemního plynu – by eurozóna mohla dokonce sklouznout do recese. Modelové simulace například naznačují, že v takovém případě by HDP Německa poklesl až o 3 %. Tento propad však bude i tak pravděpodobně méně závažný než šok z covidu v roce 2020 – a mohl by být ještě mírnější, pokud budou podniky a domácnosti dostatečně pružné, aby se přizpůsobily, a hospodářská politika bude dobře zacílená.

I bez tvrdého energetického embarga však budeme pravděpodobně muset své prognózy HDP opět snížit – zejména proto, že další pokles kupní síly a výraznější problémy v dodavatelském řetězci si vybírají svou daň.

Bližší podrobnosti najdete v kapitole Makro a trhy.



Inflace

Ve Spojených státech a v některých částech Evropy se inflace spotřebitelských cen nedávno vyšplhala na nejvyšší úroveň za posledních čtyřicet let. S meziměsíční změnou o více než 1 % (neboli téměř 15 % v přepočtu na roční bázi) je celosvětový nárůst zhruba dvojnásobný oproti předchozímu maximu. Spojené státy mají sice v současné době nejvyšší míru inflace mezi hlavními průmyslovými zeměmi, ale nejsilnější dynamiku zaznamenáváme v Evropě – zejména v její středovýchodní části.

Mnozí pozorovatelé se domnívají, že již bylo dosaženo cyklických maxim, a očekávají rychlý pokles. Skepse se však zdá namísto vzhledem k pokračujícímu tlaku cen potravin (citelný dopad bude mít obrovský pokles vývozu pšenice, jedlého oleje a hnojiv z Ukrajiny a Ruska) a přetrvávajícím problémům v dodavatelském řetězci – a také vzhledem k riziku možného rozsáhlého energetického embarga. Je proto docela dobře možné, že inflace na obou stranách Atlantského oceánu bude nadále růst a/nebo zůstane na vysokých úrovních déle, než se očekávalo.



Měnová politika

V důsledku nadměrné inflace budou centrální banky velkých průmyslových zemí pravděpodobně zvyšovat své hlavní úrokové sazby výrazněji a rychleji, než se dosud odhadovalo. Americký Federální rezervní systém (Fed) pravděpodobně zvýší svou cílovou sazbu vždy o 50 bazických bodů (bps) na začátku května a možná také v polovině června, než se vrátí k obvyklému zvyšování o 25 bps, což povede k dosažení základní úrokové sazby v USA ve výši 2,2–2,5 % již na začátku příštího roku. V konečném důsledku trhy očekávají cílovou sazbu nad 3 %. Současně bude Fed pokračovat v prodeji svých držných cenných papírů (známém také jako kvantitativní zpřísnování).

Evropská centrální banka (ECB) rovněž nasazuje přísnější strategii, i když její úkol je vzhledem ke zhoršující se kombinaci růstu a inflace obtížnější než úkol Fedu. Je docela možné, že ECB v červenci ukončí program nákupu cenných papírů a v září 2022 zahájí cyklus zvyšování sazeb. Do konce příštího roku trhy očekávají zvýšení úrokových sazeb celkem o 200 bazických bodů.



Investiční strategie

Závěrem lze říci, že v příštích měsících se investoři budou muset vypořádat s ošemetnou kombinací vyšší inflace / restriktivnější měnové politiky / nižšího globálního růstu, k čemuž je třeba připočítat nejistotu spojenou s vývojem konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou.

I nadále se domníváme, že rostoucí inflace podporuje naše strukturální podvážení s krátkou durací u globálních dluhopisů, kde preferujeme podnikové dluhopisy a selektivně dluhopisy rozvíjejících se trhů. Mohou se však objevit dlouhodobé investiční příležitosti a my pozorně sledujeme první vstupní body na trhu amerických státních dluhopisů, jako je například oblast 3% výnosu 10letých amerických státních dluhopisů.

Akcie jsou sice citlivé ve vztahu ke geopolitickému napětí a negativní revizi zisků, ale z hlediska relativního ocenění zůstávají dlouhodobě atraktivní. Stále více se orientujeme na defenzivu a kvalitu a zaměřujeme se na společnosti s vyšší cenovou silou a s vysokou tvorbou peněžních toků / vysokým dividendovým výnosem.

Snížili jsme převahu evropských akcií a domníváme se, že ve prospěch amerických akcií v současné době hovoří lepší dynamika výnosů a zároveň jsou americké akcie odolnější vůči geopolitickému napětí díky energetické nezávislosti USA. V případě akcií EM jsme stále defenzivnější, protože globální růst by měl zpomalit.

Zlato nadále nabízí zajímavé příležitosti k zajištění portfolia, zatímco americký dolar těží z přesunu ke kvalitě v důsledku rusko-ukrajinského konfliktu a restriktivní měnové politiky Fedu, ale dlouhodobě se podle hlavních ukazatelů parity kupní síly jeví jako nadhodnocený.

Dopis od ředitelů (CIO)

Cena svobody

Hrozivá válka na Ukrajině drží svět v napětí a její ekonomický dopad je cítit na všech trzích. Přestože se evropské akciové indexy po prudkých březnových ztrátách cen ztlačily, cenové výkyvy zůstávají vysoké. Kromě dopadů války a sankcí – zejména prudké výkyvy cen ropy, plynu a dalších surovin – další vývoj rovněž oslabuje náladu na akciových trzích. Například záměr Federálního rezervního systému (Fed) výrazněji zpřísnit svou měnovou politiku snižuje ceny v USA. A v Evropě kazí náladu čínská politika nulového covidu, protože přísné uzávěry pravděpodobně povedou k dalšímu narušení globálních dodavatelských řetězců. V důsledku toho utrpí zejména evropská průmyslová struktura, která je silně zaměřena na zahraniční obchod.

Pokud se podíváme na akciové indexy MSCI, evropský index (obchodovaný v eurech) utrpěl od začátku roku* ztrátu přibližně 6 %, zatímco americký trh ztratil 11 %. Pacifický barometr (který sleduje akciové trhy průmyslových zemí) vykazuje ztrátu 14 %, stejně jako rozvíjející se trhy, jejichž ztráta činí 15 %. Německé akcie ztratily téměř 12 % a čínské 21 % (všechny mimoevropské indexy jsou denominovány v USD a čínský v jüanech). Dluhopisové trhy nevypadaly o mnoho lépe. Index státních dluhopisů eurozóny klesl o téměř 9 % na pozadí zvýšených inflačních očekávání a pravděpodobně agresivnějších kroků centrálních bank a zrcadlově se ztlačily výnosy. To znamená, že výkonnost tzv. multi-asset portfolií s akciemi i dluhopisy odpovídajícím způsobem utrpěla a obě třídy aktiv byly zasaženy rostoucími výnosy.

Podle našeho názoru to však není důvod, aby investoři strkali hlavu do písku. Výše zmíněné rizikové faktory (jako je tlak na ceny energií, inflace a omezení dodavatelského řetězce) sice tlumí ekonomickou aktivitu a náladu na trhu, nicméně vyhlídky evropských a amerických společností se nezdají špatné. Ačkoli například Mezinárodní měnový fond (MMF) v důsledku války na Ukrajině a dalších tlaků ztlačil prognózu růstu eurozóny, pro roky 2022 a 2023 stále očekává tempo růstu HDP ve výši 2,8 %, resp. 2,3 %. Obě hodnoty jsou vyšší než průměrný růst v pěti letech před pandemií. Pro Spojené státy MMF předpokládá 3,7 %, resp. 2,3 %. Pětiletý průměrný růst v letech 2015–2019 činil 2,4 %.

Manuela D'Onofrio



Ředitelka oddělení Group
Investment Strategy

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Německo)

Kromě toho se podle konsenzuálních odhadů očekává, že zisky podniků budou i nadále vykazovat silný růst. S přihlédnutím k těmto očekáváním ohledně zisků a současnému poklesu cen akcií se úroveň ocenění globálních akcií výrazně uvolnila. Například poměr ceny k zisku (P/E) indexu MSCI Europe se pohybuje těsně pod 13, zatímco na vrcholu postpandemické krize přesahoval 18 bodů. Poměr P/E indexu MSCI Severní Amerika se také zřetelně snížil (v současnosti: necelých 18, přechodné maximum: 23), ale stále se pohybuje na horní hranici oceňovacího rozpětí 15 let před pandemií. Ve prospěch amerických akcií však hovoří vyšší růst v USA ve srovnání s Evropou a skutečnost, že válka na Ukrajině a její ekonomické důsledky ovlivňují USA mnohem méně než Evropu.

Plánované výraznější zpřísnění měnové politiky USA – Fed oznámil výrazné zvýšení úrokových sazeb a zřetelné snížení objemu držovaných dluhopisů – působí na americké akcie, zejména na vysoce ceněné technologické akcie, ale ekonomické prostředí se stále zdá poměrně silné. Ne náhodou si Fed myslí, že výrazné zpřísnění měnových podmínek je sice žádoucí, ale pořád ještě ekonomicky únosné.

Přesto očekáváme, že volatilita na finančních trzích zůstane vysoká, přinejmenším v tomto čtvrtletí. Další (zvládnutelné) komplikace nelze vyloučit. Ve druhé polovině roku by se však ekonomická situace mohla zlepšit. Fáze zvyšování úrokových sazeb Fedu obvykle nejsou pro akcie špatné. Historicky se výrazná zátěž obvykle objevuje až tehdy, když centrální banka musí v důsledku zhoršujícího se ekonomického výhledu úrokové sazby opět snížit. O takovém riziku recese v USA vyvolaném nadměrným zpřísněním měnové politiky se v současnosti diskutuje. K takové situaci však máme pravděpodobně ještě daleko.

V Evropě občané také trpí vysokou inflací, ale na rozdíl od USA cenový tlak vychází převážně z cen energií a z úzkých míst v dodavatelském řetězci. Obojí jsou faktory, které centrální banka svými nástroji skutečně nemůže ovlivnit. V této zemi jsou rizika mzdově-cenové spirály zvládnutelná. Evropská ekonomika by navíc měla těžit z nevyhnutelných investic do rozsáhlejší a udržitelnější energetické infrastruktury a do evropské bezpečnostní architektury.

Investoři tedy nemají důvod se skrývat. Střednědobý výhled se zdá příznivý. Aby však nedocházelo k reálným ztrátám kupní síly, je zapotřebí i hmatatelných potenciálních výnosů. V krátkodobém horizontu se však evropské akcie po nedávném snížení cen již nezdají předražené, a to i přes pokračující cenové výkyvy. Zkušenost nás navíc učí, že volatilní období není špatnou dobou pro hledání střednědobých příležitostí k výnosům. Navzdory souběžným tlakům na dluhopisy a akcie v posledních měsících dokázali investoři s dobře diverzifikovanými portfolii – i při zohlednění měnových pozic – dosáhnout celkových výnosů, které byly výrazně méně negativní než oddělená výkonnost evropských akcií a dluhopisů. To ukazuje, že dobře diverzifikovaná a široce nastavená portfolia přinášejí určitou stabilitu i v obtížných dobách. Na základě této stability by pak bylo možné realizovat i potenciál výnosů do budoucna.

*Podrobný dlouhodobější vývoj indexů je popsán v tabulce na konci publikace.

Pohled zblízka

Investiční strategie: odvětvový mix je stále důležitější

Válka na Ukrajině je po pandemii dalším šokem pro světovou ekonomiku – a posiluje faktor, který má v postpandemické fázi na trhy nejsilnější vliv: inflační tlak. Mechanismus působení války na ekonomiku a trhy se však od covidové krize zásadně liší. Podle našeho názoru by to investoři měli ve své investiční strategii zohlednit. V následujícím textu tyto mechanismy porovnáme a odvodíme důsledky pro investiční strategii.

Pro západní ekonomiku se válka na Ukrajině projevuje v podstatě jako šok v dodávkách energií a surovin. Obchodní sankce a případné přerušení dodávek energií z Ruska, vyvolané buď bojkotem ze strany Západu, nebo protiopatřeními ze strany Ruska, by mohly mít dalekosáhlé důsledky pro podniky i občany. Povaha tohoto šoku se však zásadně liší od šoku z covidu. Ten se dotkl především odvětví služeb spojených se spotřebou, jako je cestování, restaurace, hotely a maloobchod. Jistě, na začátku pandemie existovaly také obavy, jak by omezení kontaktu mohlo ovlivnit průmyslové výrobní procesy. A skutečně, výluková opatření ovlivnila dodavatelské řetězce po celém světě. Ukázalo se však, že důsledky pro výrobní odvětví rychle slábly v porovnání s důsledky pro sektor služeb, zejména služeb souvisejících se spotřebiteli. Strukturálně to znamenalo, že šok byl nejsilněji pocítován na konci výrobních řetězců. Spotřeba některých služeb byla masivně ovlivněna, ale jiná odvětví, jako například maloobchodní prodej online, z toho výrazně profitovala.

Energetický šok v důsledku války se od toho zásadně liší, protože postihuje samotný počátek výrobních procesů, např. energeticky náročnou výrobu základních materiálů, jako je ocel a základní chemikálie. Velká část nejistoty na trzích pramení ze skutečnosti, že vzhledem ke složitosti a silné provázanosti výrobních a dodavatelských řetězců není jasné, jak může případné narušení na samém začátku výrobního procesu ovlivnit celou ekonomiku.

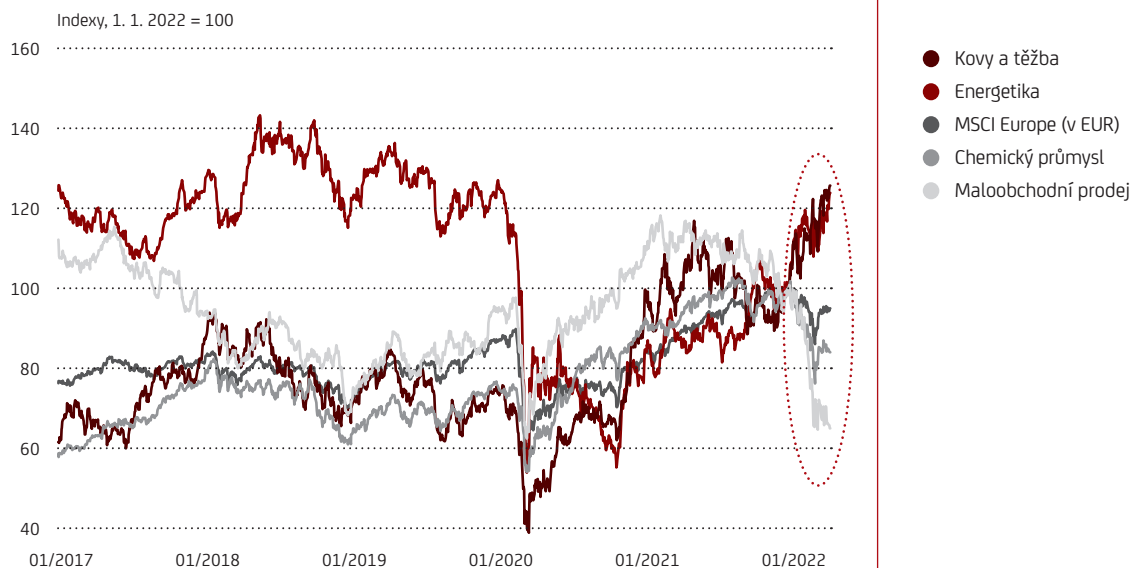
Pokud budou některé výchozí produkty chybět nebo se stanou pro podniky nedostupnými, mohou se průmyslové procesy na nich závislé zastavit. Objevují se dokonce ojedinělá varování před hrozbou deindustrializace evropského hospodářství v případě bojkotu dodávek plynu. Není divu, že investory tato rizika zneklidňují.

Taková varování znovu zdůrazňují zranitelnost globálně propojené a integrované ekonomiky vůči nárazovým událostem. Tak tomu bylo již v případě pandemie. V současném případě však globálně propojené a integrované dodavatelské řetězce znamenají nejen rizika, ale také příležitosti, protože potřebné prekurzory lze pořídit od různých dodavatelů. Pokud jsou například v důsledku bojkotu plynu na místním trhu nedostupné, mohou být nezbytné prekurzory případně pořízeny z jiného zdroje na mezinárodním trhu. Takový vývoj může představovat existenční riziko pro místního výrobce těchto prekurzorů, ale zachoval by navazující výrobní procesy.

Základní ekonomické otázky lze vysledovat až k tématům, jako je cenová elasticita a substitute. Cenová elasticita se měří jako změna nabídky nebo poptávky v důsledku změny ceny. Pokud je cenová elasticita vysoká, zvýšení ceny výrobku způsobí prudký pokles odpovídající poptávky. Na dvou příkladech si ukážeme, jaké důsledky lze z toho pro výrobní procesy očekávat. V obou příkladech předpokládáme, že podnik vyrábí výrobek, který je nezbytným vstupním produktem pro další procesy, a že cena tohoto výrobku prudce vzroste. V prvním příkladu navíc předpokládáme, že vyrábějící podnik čelí intenzivní konkurenci na mezinárodním trhu, tj. existují konkurenti, kteří mohou produkt nabízet za konkurenční cenu. V takovém případě zákazníci původní společnosti půjdou nakupovat jinde. Pro dotčenou společnost mohou vzniknout existenční rizika, ale navazující výroba může být v zásadě zachována. Ve druhém příkladu předpokládáme, že výrobní společnost má monopol. Její zákazníci potřebují předcházející výrobek a jsou také ochotni platit vyšší ceny. V tomto případě se navazující výroba prodraží, ale proces zůstane rovněž zachován.

Toto znázornění je velmi zjednodušené a vztahy budou ve skutečnosti mnohem složitější. Ukazuje však, jaké principy fungují. Pro investory to znamená, že výrobní náklady a stabilita marže jsou klíčovými faktory při jejich investičním rozhodování. Nejedná se o triviální otázky. Pohled na celoroční výkonnost jednotlivých sektorů na evropském akciovém trhu to jasně ukazuje. Nepřekvapí, že sektory energií a surovin jsou letos na vrcholu tabulky výkonnosti, zatímco maloobchodní sektor je na konci (viz graf 1).

1. VÝKONNOST ODVĚTVÍ 2022: ENERGETIKA, KOVY A TĚŽBA



Upozornění: Výsledky dosažené v minulosti, simulace a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. V případě investice v cizí měně může výnosnost rovněž vzrůst nebo klesnout v důsledku kolísání měny. Stav k 25. 4. 2022.

Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Odvětví výroby surovin má potíže přenést plný tlak na ceny na spotřebitele. To znamená, že se snižují marže. Je také zajímavé, že chemické odvětví, které by mělo být ve skutečnosti jedním z těch, kdo budou nejvíce trpět vysokými náklady na energie, je uprostřed skupiny. Vychází se víceméně v souladu s vývojem celého trhu. Pohled na vývoj cen akcií v jednotlivých subsektorech ukazuje proč. Chemický sektor je totiž mnohovrstevnatý. Například evropští výrobci hnojiv patřili letos k velkým vítězům. Po jejich výrobcích je stále poptávka a obchodní omezení ruských dodavatelů snižují konkurenci. Na druhé straně chemické společnosti, které vyrábějí nahraditelné produkty, vykazují značné ztráty cen akcií.

Jaké závěry z toho mohou vyvodit investoři? Za prvé, oslabení, jako je pandemie, ale také šok v cenách energií, mají za následek vítěze a poražené. A jak ukazují příklady z chemického odvětví, odpovídající ekonomické důsledky pro jednotlivé společnosti nemusejí být nutně triviální. Společnosti v odvětvích se silnou globální konkurencí se v prostředí, které se vyznačuje rostoucími výrobními náklady, dostávají pod větší tlak než ty, jejichž podnikání méně ohrožuje konkurence. Takové společnosti jsou schopny udržet své marže stabilní i v prostředí inflace, protože mohou přenést zvýšení cen meziproductů na své zákazníky.

To však také znamená, že při správném výběru sektorů a společností se investorům může podařit dosáhnout stabilní pozice i v době vysoké inflace a rostoucích výnosů – zejména proto, že investice s pevným výnosem jsou vzhledem k záporným reálným výnosům a značným cenovým ztrátám (kvůli rostoucím výnosům) celkově méně atraktivní. Očekávání investorů ohledně výnosů by však měla brát v úvahu současně komplikované makroekonomické prostředí a rizika. Navzdory všem nejistotám v době charakterizované válkou, inflací a protipatřeními centrálních bank se však podnikatelská nálada v Evropě ukazuje jako překvapivě celkově stabilní.

V dubnu například překvapivě vzrostl jak souhrnný index nákupních manažerů v celé EMU (i když pouze díky složce služeb), tak vysoce ceněný německý index podnikatelského klimatu Ifo (viz graf 2). To dává naději na stabilizaci trhů v tomto čtvrtletí – a následně na mírný růstový trend ve druhé polovině roku.

2. POMĚRNĚ SOLIDNÍ UKAZATELE PODNIKATELSKÉ NÁLADY



Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Makroekonomika a trhy

Znepokojuje inflace, rostoucí úrokové sazby a pomalejší růst

Strašlivá válka na Ukrajině, dodávky těžkých zbraní a možné důsledky rozsáhlého energetického embarga – to jsou témata, která dnes dominují titulům v médiích a jsou hnacím motorem trhů, zejména v Evropě. Očekávání výraznějšího zpřísnění sazeb centrálních bank na pozadí sílící globální inflace spolu s karanténními opatřeními zaváděnými v Číně v souvislosti s covidem však nadále vytvářejí tlak na investory a ekonomiku. S největší pravděpodobností se budeme muset připravit na rychlejší zvyšování (klíčových) úrokových sazeb a – alespoň prozatím – na ještě vyšší míru inflace a pomalejší růst. V extrémním případě, tj. pokud by došlo k zastavení dovozu veškerých ruských energetických surovin, by spolu s omezeným substitučním potenciálem zemního plynu mohla eurozóna dokonce sklouznout do recese. Tento propad však bude i tak pravděpodobně méně závažný než šok z covidu v roce 2020 – a mohl by být ještě mírnější, pokud budou podniky a domácnosti dostatečně pružné, aby se přizpůsobily, a hospodářská politika bude dobře zacílená. I bez tvrdého energetického embarga však budeme pravděpodobně muset své prognózy HDP opět snížit. Další ztráty kupní síly a výraznější problémy dodavatelského řetězce si vybírají svou daň.

Komplexní energetické embargo – co kdyby?

Každý týden války zvyšuje nejen lidské tragédie, ale také ekonomické náklady – a to nejen pro Ukrajinu a Rusko, ale i pro západní a středovýchodní Evropu. Od chvíle, kdy vyšly najevo ruské válečné zločiny, se zvýšil politický tlak na zavedení tvrdého energetického embarga. EU již zavedla zákaz dovozu uhlí a brzy by mohl následovat zákaz dovozu ropy. Obě opatření mají smysl. Závislosti jsou zde zvládnutelné, možnosti substituce jsou dostatečné a čas běží, pokud má být Putin finančně zasažen. I zde se Rusku ve střednědobém horizontu pravděpodobně otevřou odbytové alternativy.

Podle odhadů Mezinárodního měnového fondu se hospodářský výsledek Ukrajiny v roce 2022 pravděpodobně propadne nejméně o 35 %. Současně se očekává, že HDP Ruska v tomto roce poklesne o 12 %, což je čtyřikrát více než v pandemickém roce 2020 (-3 %).

V případě zemního plynu se však názory rozcházejí. Odpor se ozývá zejména z Německa, Itálie, Rakouska a Maďarska kvůli jejich vysoké závislosti na dovozu z Ruska. Protože však první kroky k odchodu činí Mario Draghi (a znovuzvolený Viktor Orbán podporuje sankce EU přinejlepším jen napůl), konečné rozhodnutí bude pravděpodobně učiněno v Německu. Obavy z důsledků pro průmyslovou základnu země, která je na zemním plynu silně závislá (zejména chemický průmysl), pravděpodobně donutí Berlín ještě chvíli váhat. Sankce podle vlády musejí Rusko bolet, ale zároveň musejí být pro Německo únosné. To prý v případě zákazu dovozu zemního plynu z Ruska neplatí.

Zastánci úplného zákazu dovozu se naopak odvolávají jak na etické závazky (zákaz financování války), tak na ekonomické důvody. Studie docházejí k závěru, že dopady radikálního energetického embarga na německou ekonomiku jako celek by byly „značné, ale zvládnutelné“ (což nemusí nutně platit pro všechna odvětví a podniky). V hojně zmiňovaných modelových simulacích Bachmanna a kol. se krátkodobý pokles HDP odhaduje – v závislosti na konkrétních předpokladech – na 0,3–2,3 %. Embargo, jehož cílem je odříznout Rusko od finančních zdrojů pro další válčení, by tedy vedlo k recesi. Nebyla by však tak hluboká jako recese vyvolaná covidem (reálný HDP 2020: –4,5 %) – a tudíž by představovala „přijatelnou“ cenu za svobodu a nezávislost. Navíc by takový krok urychlil politicky žádoucí postupné opouštění fosilních zdrojů energie.

Výsledky simulace silně závisí na substitučních elasticitách a možných sekundárních efektech. Na základě čistě víceodvětvového input-output modelu by pokles HDP zůstal dokonce hluboko pod 1 % (viz tabulku). V pesimističtější scénáři, v němž by se ukázalo, že je velmi obtížné nahradit ruský plyn mimo sektor výroby elektřiny v krátkodobém horizontu, by ekonomické náklady vzrostly na přibližně 2–2,3 % HDP nebo až o 1 000 eur na obyvatele (nad rámec předchozího nákladového zatížení). Pokud k tomu připočteme dopady na poptávku a sentiment, dojdeme k číslu –3 % HDP, které se uvádí v tisku.

Co kdyby? Ekonomické dopady zastavení dovozu energie z Ruska na Německo, Bachmann a kol., econPOL Policy Report 36/2022, březen 2022 ([odkaz](#)).

K podobným výsledkům dospěly i studie Německého institutu pro hospodářský výzkum (DIW) a Národní akademie věd v Leopoldině. Německá Bundesbank nedávno hovořila o poklesu HDP o 2 %.

3. EKONOMICKÉ NÁKLADY KOMPLEXNÍHO ENERGETICKÉHO EMBARGA PRO NĚMECKO

BACHMANN A KOL. VÝSLEDKY SIMULACE (V %)	HDP	GNE ¹	NÁKLADY NA OBČANA ² (EUR)
Úplný model vstupů a výstupů	0,2–0,3	0,2–0,4	80–120
Zjednodušený model, 10% ropný, plynový a uhelný šok	1,2	1,3	500–700
Zjednodušený model, 30% plynový šok	2,2	2,3	800–1 000

Zdroj: Bachmann a kol., econPOL Policy Report 36/2022, březen 2022.

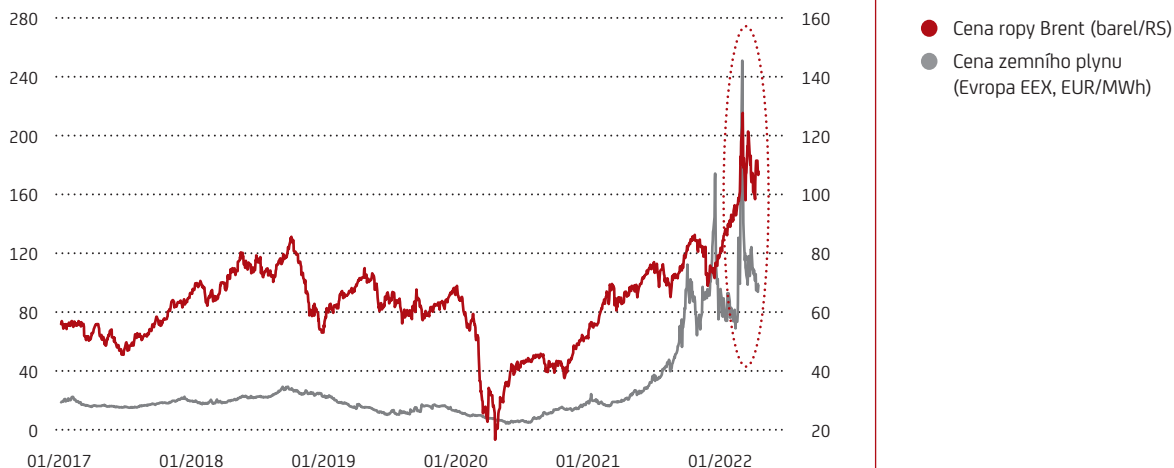
¹Hrubé národní výdaje. GNE je součet výdajů na konečnou spotřebu domácností a vládních institucí.

²Nad rámec stávajících nákladů.

Podle autorů by se tak hospodářská politika měla zaměřit na strategické zvýšení pobídek k co nejrychlejšímu nahrazení a úspoře fosilních zdrojů energií. Cílená politika pro domácnosti s nízkými příjmy, aniž by se snížily cenové pobídky pro domácnosti k úsporám energie, by byla nákladově efektivním způsobem, jak zajistit spravedlivé rozdělení zátěže.

Tyto modelové simulace se však v Německu setkaly s ostrou kritikou. Zaměstnavatelské svazy a odbory ve vzácné shodě očekávají, že propad HDP bude až dvakrát vyšší, protože Bachmannův model značně podhodnocuje následné cenové šoky v energetice. O tom, zda je (dlouhodobě) devítinásobné zvýšení současné ceny plynu na 900 eur za megawatthodinu spolehlivějším předpokladem, lze však pochybovat – zejména proto, že ceny plynu a ropy od svého maxima na začátku března ztelně poklesly (viz graf 4).

4. CENY PLYNU A ROPY OD ZAČÁTKU BŘEZNA VÝRAZNĚ KLESLY



Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Akademická obec je kritičtější k vysoké elasticitě substituce (mezi zdroji energie a mezi energií a jinými výrobními faktory). Kromě toho mohly být v simulacích podceněny efekty přelévání, mechanismy zesílení a také reakce sentimentu a poptávky.

Která strana má nakonec pravdu, lze v nejlepším případě určit až zpětně. Vláda každopádně kritiku přijala a přidala praktické a technické otázky, které nelze objasnit pomocí modelů. Proto se nyní domníváme, že je velmi pravděpodobné, že se svého odporu k radikálnímu energetickému embargu v dohledné době nevzdá (základní scénář). Zdá se, že Berlín chce získat čas na rychlé doplnění zásob a poté co nejdříve snížit závislost na ruské energii a připravit se na všechny eventuality (např. pomocí „plánu pro případ nouze o plyn“) – a jinak doufat, že Rusko mezitím nepřijme žádná jednostranná opatření.

Je však více než sporné, zda si Německo může (a zda by si mělo) dát na čas až do roku 2024, než se od ruského plynu odstříhne, což by – podle vlády – bylo možné s minimálními třenicemi, zejména pokud se válka vyostří a na veřejnost se dostanou nové válečné zločiny ruské armády. V každém případě se politický tlak nadále stupňuje. Nicméně rychlé a úplné energetické embargo EU se v dohledné době nestane naším základním scénářem.

Cena plynu v Evropě je však v současnosti stále o 19 % vyšší než před válkou. U surové ropy je to zhruba 11 %.

Například německé rafinerie jsou přizpůsobeny chemickému složení ruské ropy a v případě embarga by musely být odpovídajícím způsobem upraveny.

Inflace vyskočila na 40leté maximum...

I bez dalšího (cenového) šoku v oblasti energií však budeme muset své prognózy růstu opět snížit. Hlavním důvodem je přestřelená inflace. Měsíc co měsíc údaje překonávají očekávání. Ve Spojených státech a v některých částech Evropy inflace spotřebitelských cen nedávno vystřelila na nejvyšší úroveň za posledních čtyřicet let. S meziměsíční změnou o více než 1 % (neboli téměř 15 % v přepočtu na roční bázi) je celosvětový nárůst zhruba dvojnásobný oproti předchozímu maximu. Spojené státy mají sice v současnosti nejvyšší míru inflace mezi hlavními průmyslovými zeměmi, ale nejsilnější dynamiku má Evropa, zejména její středovýchodní část (viz graf 5). Tahouny jsou ceny energií (EMU březen: 45 % mezimočně, potraviny: 5 %).

5. INFLACE VYSKOČILA NA REKORDNÍ ÚROVEŇ



Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Řada pozorovatelů se domnívá, že již bylo dosaženo cyklických maxim, a očekává rychlý pokles – a to i proto, že ceny ropy a zemního plynu mezitím výrazně poklesly. Skepse se ovšem zdá namístě, zejména pokud by došlo k dalšímu cenovému šoku v důsledku rozsáhlého embarga (rizikový scénář). I bez toho však převažují proinflační rizika. Tlak přichází ze strany cen potravin: obrovský pokles vývozu pšenice, jedlého oleje a hnojiv z Ukrajiny a Ruska bude mít znatelný dopad. K tomu se přidají problémy s dodavatelským řetězcem průmyslových výrobků, zejména v automobilovém průmyslu (např. kabelové svazky), které ovlivňují ceny. Současně hrozí sekundární efekty.

Je tedy docela dobře možné, že inflace spotřebitelských cen na obou stranách Atlantského oceánu bude i nadále stoupat a/nebo zůstane na vysoké úrovni po dobu delší, než se všeobecně očekávalo. Z ekonomického hlediska to znamená další pokles kupní síly, a tudíž nižší růst.

... a centrální banky musejí reagovat

Zároveň každý měsíc nadměrné inflace vyvolává tlak na centrální banky, aby jednaly – zejména proto, že tlaky na zvyšování mzdových nákladů stále rostou, a zvyšují tak riziko mzdově-cenové spirály. Není divu, že inflační očekávání, která byla dříve poměrně dobře ukotvena, v poslední době prudce vzrostla. Zejména v eurozóně je tento nárůst ještě větší než v USA (viz graf 6).

Ve Spojených státech se inflace spotřebitelských cen vyšplhala na 40leté maximum 8,5 % (meziročně). To platí i pro Německo. V eurozóně se inflace zvýšila na dosud nejvyšší naměřenou úroveň 7,4 % (data jsou nicméně dostupná pouze do roku 1990).

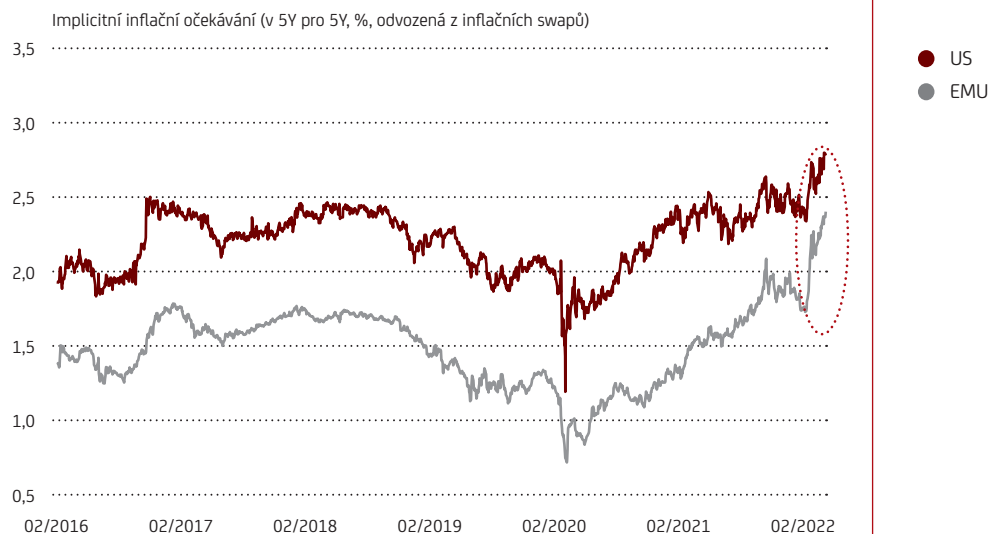
- Inflace spotřebitelských cen CE4* (% r/r)
- Inflace spotřebitelských cen v USA (% r/r)
- Inflace spotřebitelských cen v EMU (% r/r)

*Polsko, Česká republika, Maďarsko, Slovensko.

Rychlý růst cen obilí a chleba nejvíce postihuje chudší země Afriky a Latinské Ameriky. Potenciál sociálního napětí a nepokoje roste.

Míra nezaměstnanosti v USA (3,6 %) i v eurozóně (6,8 %) klesla zpět na úroveň před covidem nebo pod ni. Hodinové mzdy v USA zároveň meziročně vzrostly téměř o 7 %. V Německu byly efektivní mzdy v prvním čtvrtletí o 4 % vyšší než v předchozím roce.

6. INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ – CENTRÁLNÍ BANKY MUSEJÍ REAGOVAT

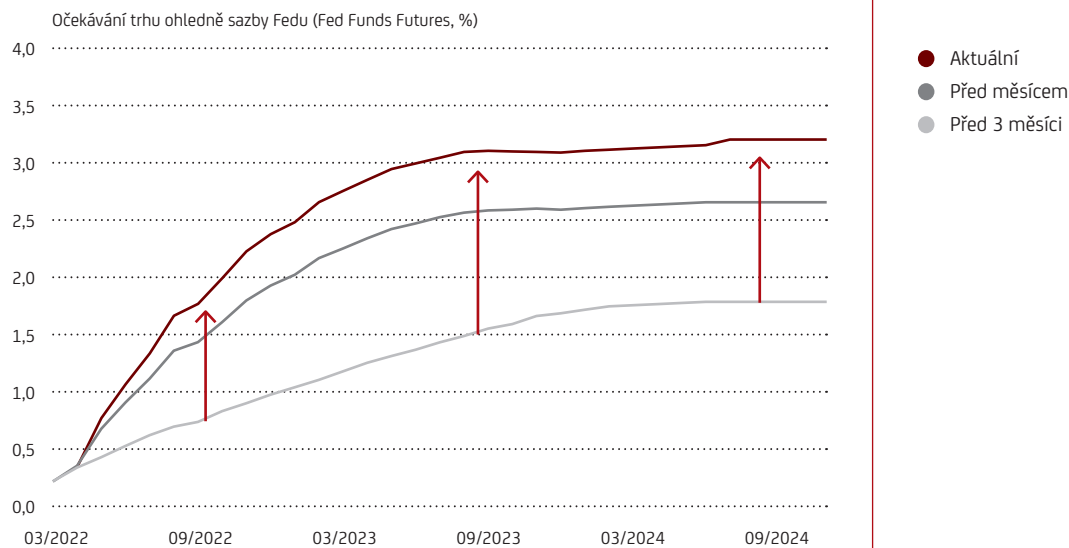


Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Centrální banky hlavních průmyslových zemí proto budou zvyšovat své hlavní úrokové sazby výrazněji a rychleji, než se dosud odhadovalo, přičemž v čele stojí americký Federální rezervní systém (Fed). Nejsme sami, kdo očekává, že americká centrální banka zvýší svou cílovou sazbu vždy o 50 bazických bodů (bps), tedy o 0,5 procentního bodu, na začátku května a možná také v polovině června, než se vrátí k obvyklému zvyšování o 25 bps. Neutrální základní úrokové sazby v USA ve výši 2,2–2,5 %, která ani nezvyšuje, ani nezpomaluje americký růst, bude pravděpodobně dosaženo již na začátku příštího roku – aniž by cyklus ještě skončil. Trhy nakonec očekávají cílovou sazbu nad 3 % (viz graf 7). Současně bude Fed pokračovat v prodeji svých držených cenných papírů (známém také jako kvantitativní zpříšňování).

Kanadská centrální banka a novozélandská centrální banka (Reserve Bank of New Zealand) již nedávno přistoupily ke zvýšení svých klíčových úrokových sazeb o 50 bazických bodů.

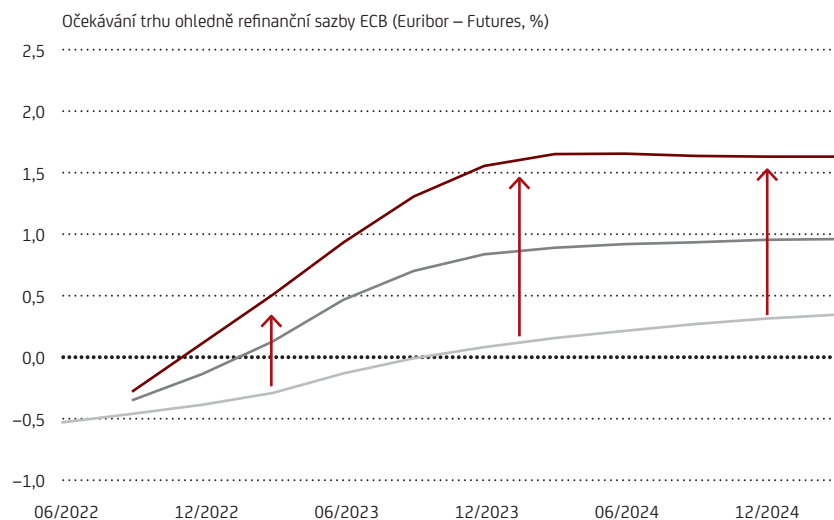
7. OČEKÁVÁNÍ INVESTORŮ, ŽE SAZBA FED FUNDS BUDE ZVÝŠENA NAD 3 %



Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Evropská centrální banka (ECB) rovněž nasazuje přísnější tón, i když její úkol je vzhledem ke zhoršující se kombinaci růstu a inflace obtížnější než úkol Fedu. Je proto docela dobře možné, že ECB v červenci ukončí program nákupu cenných papírů a v září 2022 zahájí cyklus zvyšování sazeb. Do konce příštího roku trhy očekávají zvýšení úrokových sazeb celkem o 200 bazických bodů (viz graf 8).

8. POD TLAK SE DOSTÁVÁ I ECB



Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Podrobnosti o posledním zasedání Rady guvernérů naleznete v přehledu ECB od našeho vedoucího globálního výzkumu UniCredit Marca Valliho ze 14. dubna 2022 ([odkaz](#)).

- Aktuální
- Před měsícem
- Před 3 měsíci

Ekonomika se dokáže se zvyšováním úrokových sazeb vyrovnat

Otázkou je, zda agresivnější cyklus zpřísňování Fedu a spol. spolu s válkou na Ukrajině nakonec nezadusí postcovidové oživení. V případě USA lze na tuto otázku odpovědět záporně. Zdá se, že ekonomika je dostatečně odolná. Souhrnné rozvahy podniků a domácností jsou zdravější než kdykoli za posledních deset let. Současně průmyslová výroba stále překvapivě dobře roste a podniky intenzivně investují a najímají spoustu pracovníků (a ještě více jich hledají). Na pozadí vysokého a rostoucího podnikatelského sentimentu a indexů nákupních manažerů to není překvapivé. Sektor služeb již dohnal svůj propad v důsledku omikronu z počátku roku.

Na straně poptávky prudký nárůst cen (benzín) snižuje spotřebitelské výdaje a omezuje spotřebu. Stále ještě nedokončené odstraňování převisu úspor z éry covidu spolu s výrazným růstem zaměstnanosti a mezd však tvoří významnou protiváhu, která podporuje soukromou spotřebu i přes krátkodobé výpadky.

Pokud reálný HDP za uplynulé čtvrtletí s nečekaným meziročním poklesem o 1,4 % opticky naznačuje silný záchvěv slabosti, pak je to způsobeno výhradně čistým vývozem (který od růstu odečítá 3 p. b.), ale především protireakcí zásob. Ke konci roku 2021 byly zásoby jednou z hlavních hnacích sil bujarého růstu o téměř 7 % meziročně. Totéž platí i pro vývoz. Vyloučíme-li však oba faktory a podíváme-li se pouze na domácí konečnou poptávku, základní míra expanze ve vyšší necelých 2,6 % byla ještě silnější než na konci loňského roku (+2 %).

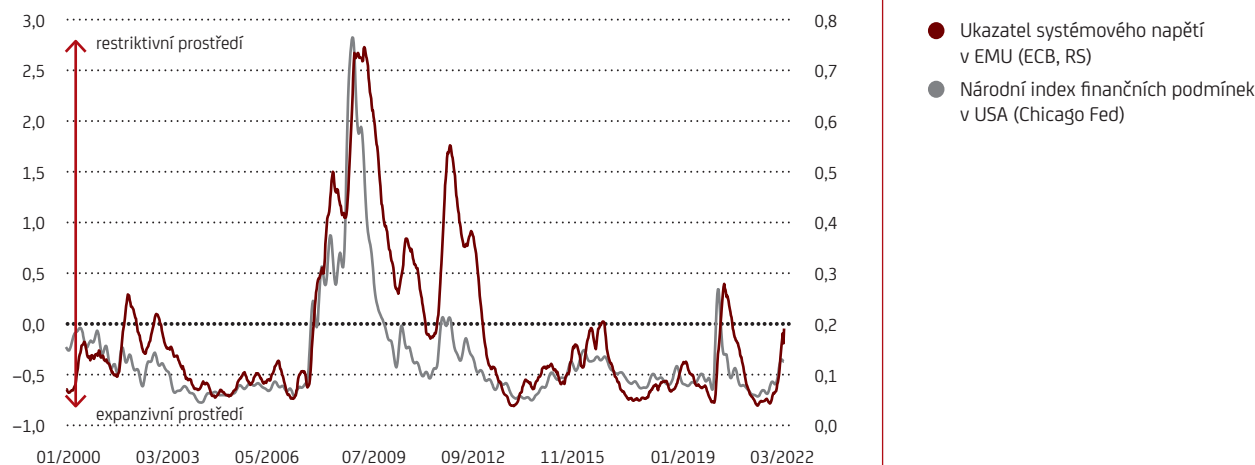
Na jaře a v létě letošního roku proto nadále očekáváme znatelně vyšší tempo růstu HDP. Poté by však mělo oslabit (jinými slovy, dojde k normalizaci).

V minulosti nevyhnutelné snižování zadluženosti předlužených domácností a/nebo podniků až příliš často vedlo ke zpomalení ekonomiky nebo dokonce k recesi.

Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2021 představovala samotná změna stavu zásob až 5,3 procentního bodu v meziročním růstu HDP o 6,9 %. Oproti tomu inovace v 1. čtvrtletí 2022 snížily růst o 0,8 p. b. Zároveň došlo k poklesu vývozu o 6 %. Na konci roku 2021 vzrostl o výrazných 22 %.

Proti náhlému ukončení oživení v USA hovoří také stále příznivé finanční prostředí. I přes znatelný nárůst volatility a úrokových sazeb se stále nachází v expanzivním teritoriu (viz graf 9). To platí i pro Evropu.

9. ŽÁDNÉ ZNÁMKY FINANČNÍHO (TRŽNÍHO) NAPĚTÍ



Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Hospodářské vyhlídky EMU jsou však stále mlhavější a především nejistější. Důvodem je především válka a sankce, které spolu s omikronovou vlnou covidu způsobily, že hospodářské výsledky v prvním čtvrtletí téměř nerostly (mezičtvrtletně +0,2 %) a soukromá spotřeba se možná dokonce snížila.

A pravděpodobně budeme muset provést další úpravy směrem dolů i pro aktuální čtvrtletí, ačkoli hospodářský růst by se měl s odeznívající pandemií opět zrychlit – počty nově nakažených konečně znatelně klesají i v západní Evropě – a postupně odezní i cenový a inflační šok (pokud se nenaplní rizikový scénář energetického embarga). Podporou budou také výše zmíněné hnací síly, jako jsou zdravé rozvahy, přebytky úspor, rostoucí zaměstnanost a mzdy, jakož i odolný průmysl.

Je však nepravděpodobné, že by meziroční růst v celé EMU letos na jaře přesáhl 2,5 %. To je o něco méně, než jsme odhadovali před měsícem, a pouze třetina toho, co jsme předpokládali loni na podzim. A zda se obvyklé, byť dočasné oživení dostaví, jakmile v létě odezní nějaký exogenní šok, je z dnešního pohledu obtížné předpovědět. V současné době musíme dělat prognózy na základě toho, co vidíme. Prostředí je v současnosti příliš nejisté. To také znamená, že růst v celé EMU kolem 2,5 % v roce 2022 je jako celek spíše orientační údaj než solidní číselná prognóza. Mimochodem, před půl rokem jsme předpovídali plus 4,3 %.

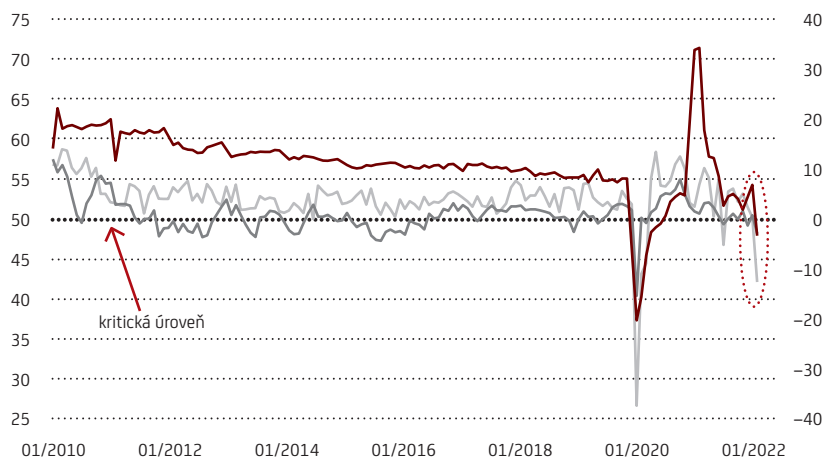
Z toho těžší sektor služeb, který byl doposud těžce zasažen covidem. Odpovídající indexy nákupních manažerů si vedou alespoň relativně lépe než jejich protějšky ve zpracovatelském průmyslu. Například německé cestovní kanceláře očekávají, že rezervace na léto 2022 budou stejně vysoké jako před pandemií.

Čína: Uzávěry výrazně zpomalí růst

Evropa je vlastně také ekonomickou oblastí, kterou Mezinárodní měnový fond v poslední době nejvíce revidoval směrem dolů. Jeho ekonomové však také výrazně snížili prognózu pro Čínu na pouhých 4,4 % v letošním roce. Na vině není ani tak válka na Ukrajině, ale rigidní politika Pekingů v oblasti nulového covidu. Vysoce nakažlivá vlna varianty omikron se nyní přelila do Číny a zasáhla nedostatečně proočkovanou populaci. Vláda zavedla úplnou uzávěru v oblastech, které vytvářejí asi 10 % HDP. Částečná uzávěra se pak týká 25 % ekonomické produkce. To silně brzdí jarní čtvrtletí a zvýrazňuje problémy dodavatelského řetězce na mezinárodní úrovni.

Ano, je pravda, že růst HDP v 1. čtvrtletí byl překvapivě silný a meziročně vzrostl o téměř 7 % (resp. o 4,8 %). Novější vysokofrekvenční údaje však jasně ukazují na jih. Zasažena je zejména domácí koncová poptávka. Nejenže maloobchodní tržby v březnu prudce poklesly (-3,5 %), ale ještě více utrpěl veledůležitý trh s bydlením. Současně široce sledované indexy nákupních manažerů sklouzly zpět pod kritickou úroveň 50 (viz graf 10) a index služeb citlivý na covid ještě mnohem níže.

10. ČÍNSKÁ EKONOMIKA POD TLAKEM



Zdroj: Refinitiv Datastream, Markit, UniCredit Group Investment Strategy

To vše ukazuje na slabý růst v tomto jarním čtvrtletí, v nejlepším případě o 2 % meziročně, zejména proto, že Peking pravděpodobně neopustí svou strategii nulového covidu, i kdyby jen proto, aby si zachoval tvář. Vláda se bude snažit podpořit růst vstřícnými iniciativami měnové a fiskální politiky (infrastrukturní programy), což by spolu s pravděpodobným odezněním vlny covidu mělo vést k oživení růstu ve druhé polovině roku. Oficiální cíl růstu ve výši 5,5 % pro rok 2022 však nebude pravděpodobně naplněn, a to výrazným rozdílem. A ve střednědobém horizontu vidíme také rizika poklesu. Strukturální problémy (nadměrné zadlužení státních podniků a regionálních vlád, bublina cen nemovitostí) budou pravděpodobně umocněny snahou západních zemí postupně snižovat svou závislost na Číně poté, co Peking posiluje své vazby s Ruskem.

Vzhledem k válce na Ukrajině snížil MMF svou prognózu vývoje světové ekonomiky v roce 2022 ze 4,4 % na 3,6 %. Kromě Ukrajiny a Ruska došlo k největší revizi směrem dolů v eurozóně (-1,1 p. b. na 2,8 %; Německo: -1,7 p. b. na 2,1 %). Růst Číny se snížil o půl procentního bodu, růst USA o čtvrtinu procentního bodu ([odkaz](#)).

- Maloobchodní tržby (% meziročně, RS)
- Index nákupních manažerů ve zpracovatelském průmyslu
- Index nákupních manažerů v sektoru služeb

V nedávné době čínská centrální banka snížila sazbu povinných minimálních rezerv o 25 bazických bodů. Další krok bude pravděpodobně následovat. Kromě toho očekáváme snížení oficiální úrokové sazby (v současnosti 2,85 %) a rozšíření výhodných úvěrových podmínek.

Alokace aktiv – jak řídíme naše portfolio

Rostoucí rizika stagflace si zaslouží defenzivnější přístup

AKTIVA		INVESTIČNÍ PROSTŘEDÍ	INVESTIČNÍ POHLED		
			NEGATIVNÍ	NEUTRÁLNÍ	POZITIVNÍ
HLAVNÍ TŘÍDY AKTIV		Globální akcie	○	○	●
		Globální dluhopisy	●	○	○
		Likvidita/peněžní trhy	○	○	●
		Alternativy	○	●	○
HLAVNÍ TŘÍDY AKTIV PODROBNĚ	AKCIE	USA	○	●	○
		Evropa	○	○	●
		Pacifik (DM ¹)	○	●	○
		Rozvíjející se trhy	○	○	●
	DLUHOPISY	Dluhopisy vlád zemí EMU	●	○	○
		Státní dluhopisy zemí mimo EU	○	●	○
		EUR IG korporátní dluhopisy	○		●
		Korporátní dluhopisy HY	○	●	○
		Dluhopisy rozvíjejících se trhů	○	○	●
	KOMODITY	Ropa	○	●	○
		Zlato	○	○	●

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

V dubnu na dluhopisové trhy silně dolehly obavy z vyšší inflace a restriktivnější měnové politiky.

11. VÝNOSY 10LETÝCH AMERICKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ SE BLÍŽÍ 3 %

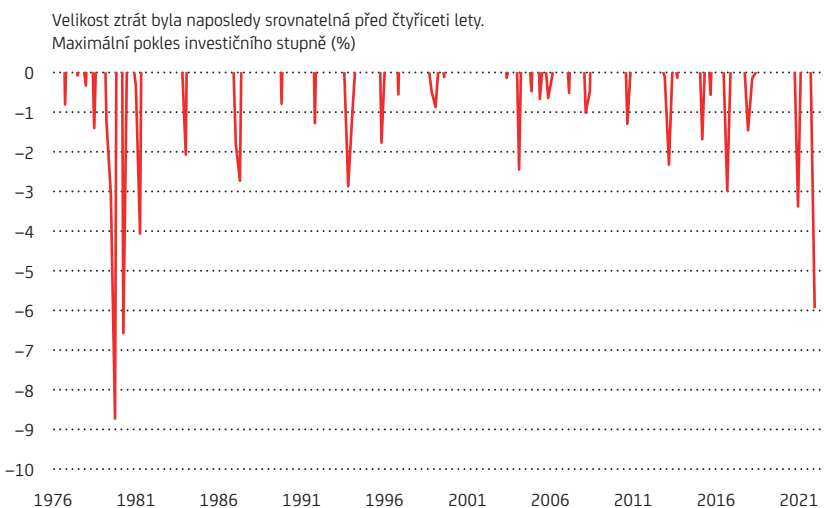


● Výnosy státních dluhopisů (10Y, %)

Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Pokud například analyzujeme historické čerpání amerického agregátního dluhopisového indexu, je současné čerpání srovnatelné s čerpáním v roce 1994. Pouze během ropného šoku v 70. letech bylo vyšší.

12. VÝRAZNÝ POKLES



Zdroj: Northern Trust Asset Management, Bloomberg
Investiční stupeň vyjádřený indexem Bloomberg U.S. Aggregate. Není možné investovat přímo do žádného indexu. Údaje od 30. 4. 1976 do 5. 4. 2022.

Od začátku roku investoři nadále neinvestují do dluhopisů a místo toho upřednostňují akcie a komodity.

13. GLOBÁLNÍ TOKY PODLE TŘÍDY AKTIV, V MIL. USD

	WK % AUM	YTD	YTD % AUM
Akcie	-0,1 %	175 734	1,0 %
ETF	-0,1 %	225 225	2,9 %
Pouze dlouhodobé fondy	-0,1 %	-49 685	-0,5 %
Dluhopisy	-0,1 %	-102 492	-1,4 %
Komodity	0,3 %	29 075	7,0 %
Peněžní trh	-0,8 %	-316 692	-4,7 %

Týden od 20. 4. 2022.
Zdroj: EPFR Global

Investoři si však kladou otázku, zda se Fedu vzhledem k jeho restriktivnější politice, která nyní spočívá jak ve zvyšování úrokových sazeb, tak v utahování jeho rozvahy, podaří nasměrovat americkou ekonomiku k měkkému přistání. Pod tímto úhlem pohledu stojí za to podívat se na zplošťování dvouleté až desetileté výnosové křivky amerických vládních dluhopisů s momentální inverzí na konci března.

14. VÝNOSOVÁ KŘIVKA DLUHOPISŮ AMERICKÉ VLÁDY 2–10Y



Zdroj: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Inverze výnosové křivky v průměru předvíдалa recesi v USA s dvanáctiměsíčním předstihem, i když její predikční schopnost byla zkreslena kvantitativním uvolňováním Fedu.

15. 2S/10S DATA INVERZE A RECESE

INVERZE VÝNOSOVÉ KŘIVKY	ZAČÁTEK RECESE	MĚSÍCE MEZI
srpen 1978	leden 1980	17
září 1980	červenec 1981	10
leden 1989	červenec 1990	6
únor 2000	březen 2001	13
únor 2006	prosinec 2007	22
srpen 2019	únor 2020	6
	Průměr	12,3

Zdroj: UniCredit Group Investment Strategy, data Bloomberg

V důsledku toho se nyní akcioví investoři obávají tvrdého přistání/recese v USA v roce 2023. Růst eurozóny je podstatně ovlivněn důsledky konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou s možností technické recese, která by se zvýšila v případě úplného embarga na dovoz ruského plynu, zatímco čínské předstihové ukazatele PMI jsou již v pásmu poklesu, především v důsledku politiky nulového covidu.

Není překvapením, že v dubnu klesl jednoměsíční poměr revize globálních zisků z hodnoty 0,82 na úroveň 0,74. Hodnota nižší než 1 signalizuje, že existuje více společností s negativními revizemi zisků než společností s pozitivními revizemi. Ve skutečnosti tento ukazatel klesl a je nižší než 1 ve všech zeměpisných oblastech: v USA klesl na 0,81 z 0,87, v Evropě na 0,64 z 0,75, v Asii a Tichomoří (mimo Japonsko) na 0,67 z 0,69, v Japonsku na 0,75 z 0,98 a na rozvíjejících se trzích na 0,72 z 0,76. Z odvětvového hlediska je nejvyšší hodnota zaznamenána u energetiky (2,12), bank (1,48), polovodičů (1,11), veřejných služeb (1,06) a materiálů (1,91), zatímco nejnižší u médií (0,50), spotřebního zboží (0,51) a pojišťovnictví (0,54). Nejvýraznější zlepšení vykázaly sektory spotřebního zboží (na 0,62 z 0,47) a technického hardwaru (na 0,81 z 0,65), zatímco nejvýraznější zhoršení zaznamenaly polovodiče (na 1,11 z 1,89) a telekomunikace (na 0,56 z 0,90).

Akcioví investoři se stávají defenzivnějšími, a to jak z hlediska regionální alokace akcií, kdy dávají přednost rozvinutým trhům před rozvíjejícími se trhy, tak z hlediska odvětvové alokace, kdy energie a defenzivní sektory vykazují v relativním vyjádření nadprůměrné výsledky.

16. ČISTÉ TOKY FONDŮ DO DM PŘEVYŠUJÍCÍ EM, V MIL. DOLARŮ

	WK % AUM	YTD
Akcie celkem	-0,1 %	175 734
Dlouhodobé fondy	-0,1 %	-49 685
ETF	-0,1 %	225 225
EM celkem	0,2 %	54 836
Brazílie	-0,7 %	-408
Rusko	0,0 %	221
Indie	-0,1 %	-1 102
Čína	1,0 %	31 151
DM celkem	-0,1 %	120 898
USA	-0,2 %	81 287
Evropa	-0,2 %	-25 923
Japonsko	0,0 %	-2 930
Mezinárodní	0,0 %	61 891

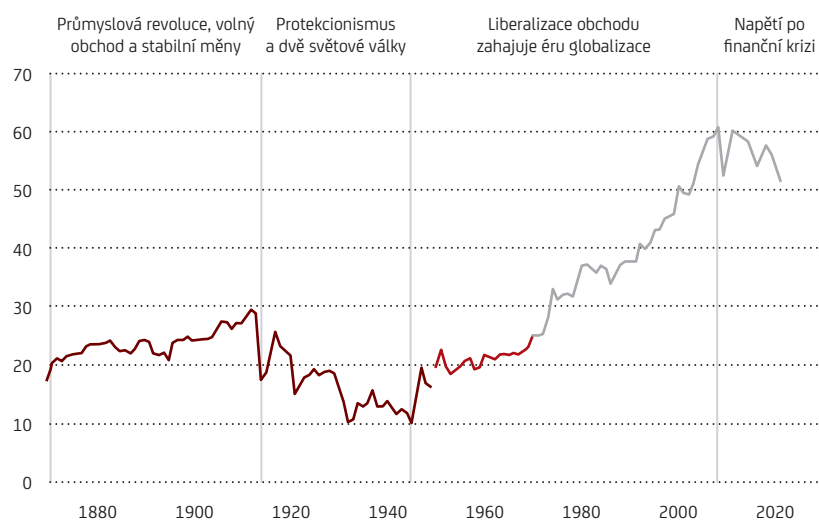
Zdroj: EPFR, BofA Global Research

Zároveň institucionální investoři začínají zpochybňovat váhu čínských aktiv ve svých globálních portfoliích vzhledem k tomu, že Čína má nízké hodnocení ESG. Zejména po brutální ruské invazi na Ukrajinu vzrostly obavy investorů vzhledem k úzkému vztahu mezi Čínou a Ruskem a riziku, že Bidenova administrativa uvalí na čínské společnosti sankce.

Obecněji řečeno, aktiva na rozvíjejících se trzích jsou krátkodobě pod tlakem agresivnější měnové politiky Fedu a dlouhodoběji jsou vystavena riziku deglobalizace / nižšího globálního růstu. V důsledku toho se domníváme, že tato aktiva vyžadují obezřetnější a selektivnější přístup.

17. K FÁZI DEGLOBALIZACE?

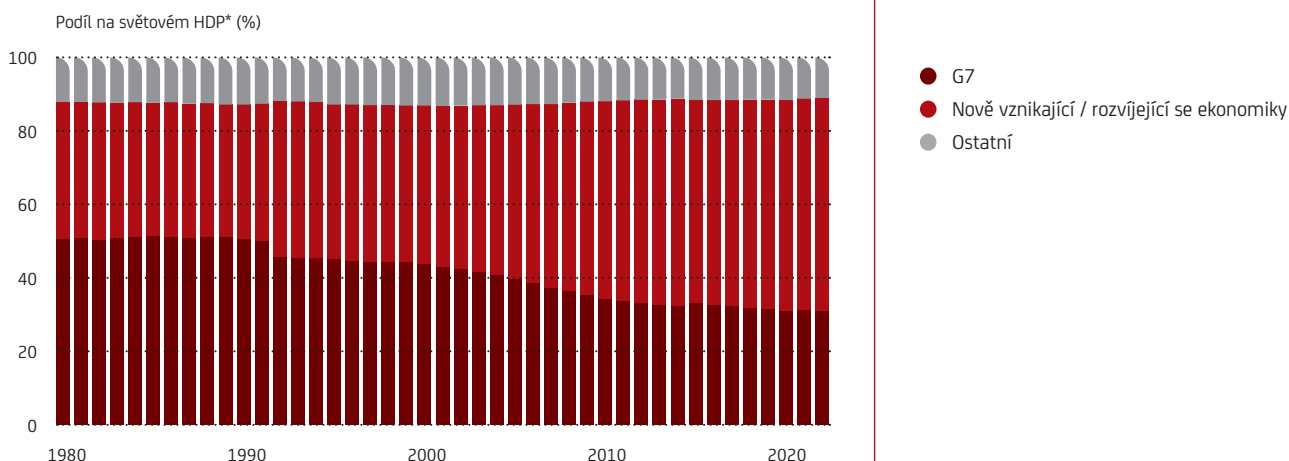
Index globální obchodní otevřenosti: součet dovozů a vývozu jako podíl HDP (%)



- Klasing a Milionis
- Penn World Tables 9.1
- Světová banka

Zdroj: Klasing a Milionis (2014), Penn World Tables 9.1, Světová banka

18. GLOBALIZACE JE HNACÍ SILOU RŮSTU NA ROZVÍJÍCÍCH SE TRZÍCH



*Na základě parity kupní síly.

Zdroj: MMF

Shrneme-li to, v příštích několika měsících se investoři budou muset vypořádat s ošemetnou kombinací vyšší inflace, restriktivnější měnové politiky a nižšího globálního růstu na pozadí již tak nejistého vývoje způsobeného konfliktem mezi Ruskem a Ukrajinou.

Nadále se domníváme, že rostoucí inflace podporuje naše strukturální podvážení s krátkou durací u globálních dluhopisů, kde preferujeme podnikové dluhopisy a selektivně dluhopisy rozvíjejících se trhů.

Mohou se však objevit dlouhodobé investiční příležitosti a my pozorně sledujeme první vstupní body na trhu amerických státních dluhopisů, jako je například oblast 3% výnosu desetiletých amerických státních dluhopisů.

Akcie jsou sice citlivé ve vztahu ke geopolitickému napětí a negativní revizi zisků, ale z hlediska relativního ocenění zůstávají dlouhodobě atraktivní. Stále více se orientujeme na defenzivu a kvalitu a zaměřujeme se na společnosti s vyšší cenovou silou a s vysokou tvorbou peněžních toků / vysokým dividendovým výnosem.

Snížili jsme převahu evropských akcií a domníváme se, že ve prospěch amerických akcií v současné době hovoří lepší dynamika zisků a že tyto akcie jsou zároveň odolnější vůči geopolitickému napětí díky energetické nezávislosti USA. V případě akcií EM jsme stále defenzivnější, protože globální růst by měl zpomalit.

Zlato nadále nabízí zajímavé příležitosti k zajištění portfolia, zatímco americký dolar těží z přechodu ke kvalitě v důsledku rusko-ukrajinského konfliktu a restriktivní měnové politiky Fedu, ale dlouhodobě se podle hlavních ukazatelů parity kupní síly jeví jako nadhodnocený.

Postoje investiční strategie skupiny UniCredit Group k alokaci aktiv

Převážené globální akcie

Zpomalující, ale nad trendem se pohybující globální růst podporuje akcie, a to navzdory protivětru a vyšší volatilitě způsobené geopolitickým napětím, rostoucími sazbami v USA a pandemií. Atraktivní relativní ocenění, protože reálné sazby zůstávají záporné.

Převážené evropské akcie

Krátkodobá pozice je nejvíce postiženou oblastí v důsledku války mezi Ruskem a Ukrajinou, dlouhodobě bude třída aktiv těžit z vyšších investic do energetického a obranného průmyslu.

Neutrální americké akcie

Vysoký růst, ale Fed se nyní přiklání k jestřábímu postoji. Selektivní nákupní příležitosti vyplývají z poklesu akciových trhů a výsledkové sezony.

Převážené akcie rozvíjejících se trhů

Atraktivní ocenění, vyšší ceny komodit a pokročilý cyklus zvyšování sazeb nabízejí dlouhodobé nákupní příležitosti. V Číně již probíhá mírné uvolňování měnové politiky. Selektivita zemí a sektorů mezi EM se důrazně doporučuje.

Neutrální pacifické akcie

Japonské akcie jsou podporovány globálním oživením, domácími fiskálními stimuly a oslabujícím jenem.

Podvážené globální dluhopisy

Citlivost ve vztahu k rostoucí inflaci a zvyšujícím se úrokovým sazbám.

Převážené korporátní dluhopisy investičního stupně v eurech

Stále jsou podporovány nákupy ECB, ale jejich užší rozpětí je činí zranitelnějšími vůči růstu úrokových sazeb. Vzhledem ke zvýšené kapitálové rezervě evropských bank a kratší duraci preferujeme finanční podřízený dluh.

Neutrální korporátní dluhopisy s vysokým výnosem

Atraktivní hra na přenášení. Kratší durace oproti eurovým státním dluhopisům a eurovým podnikovým dluhopisům investičního stupně je výhodou vzhledem k očekávání postupné normalizace úrokových sazeb. Jejich nižší likviditu je třeba brát v úvahu v případě dalších tržních turbulencí.

Podvážené vládní dluhopisy EMU

Vládní dluhopisy v eurech jsou podvážené vzhledem k jejich vysoké duraci. Dáváme přednost periferním státním dluhopisům, jako jsou italské a španělské vládní dluhopisy, které jsou podporovány opatřeními ECB a Fondem pro obnovu. Preferujeme kratkou duraci a selektivně zvyšujeme pozici v dluhopisech vázaných na inflaci, což se může ukázat jako užitečné při řešení základního scénáře rostoucí inflace.

Neutrální státní dluhopisy zemí mimo EU

Očekáváme, že výnosy amerických státních dluhopisů v letošním roce porostou.

Převážené dluhopisy rozvíjejících se trhů

Hledání výnosů podporuje náš pozitivní postoj, ale s ohledem na zpřísňování podmínek ze strany Fedu a inflaci v EMs jsme defenzivní a selektivní.

Pozitivní likvidita / peněžní trhy

Využívat především jako parkoviště a zajištění proti nejistotě.

Neutrální alternativy

Nabízejí portfoliím možnost odstranění korelace, zatímco reálná aktiva těží ze své role zajištění proti inflaci.

Komodity

Třída aktiv pozdního cyklu, kterou podporuje globální oživení a stejně jako v případě fosilní energie a kovů geopolitické napětí.

Pozitivní zlato

Zajištění proti nejistotě.

Měny

Přechod ke kvalitě a restriktivnější Fed podporují americký dolar.

Sloupky

Místní investiční ředitelé (CIO) v dialogu s klienty

Odpovědi z Itálie

Co se děje s čínskými burzami?



Čínské akciové trhy vykazují v posledních týdnech výrazné oslabení, dokonce vyšší než evropské a americké trhy.

Na rozdíl od evropských zemí nemá dramatický konflikt na Ukrajině na čínskou ekonomiku přímý dopad. Čínská lidová banka také nenastoupila na zrychlenou cestu normalizace měnové politiky jako Fed. Příčiny je tedy třeba hledat jinde.

Strategie nulového covidu, kterou nastolily čínské vládní orgány, jistě znamená značné ekonomické oběti. I když byla některá karanténní pravidla zmírněna, účinky částečných nebo cílených uzávěr ve městech s desítkami milionů obyvatel mají stále významné dopady. To je případ Šanghaje a jejího přístavu, nejdůležitějšího na světě pro mezinárodní námořní obchod prostřednictvím kontejnerových lodí. A nejistota panuje také v Pekingu, kde byla zahájena testovací a sledovací kampaň. Zavedená omezení by mohla zhoršit problém úzkých míst v globálních dodavatelských řetězcích. Jisté však je, že dopady na domácí ekonomiku jsou bezprostřední, pokud jde o současné výpadky ve výrobě a zhoršující se indexy spotřebitelské a podnikatelské důvěry.

Naši odborníci:

Alessandro Caviglia



CIO Itálie
UniCredit Spa (Itálie)

Důležitou a podpůrnou roli jistě budou hrát reakce v oblasti měnové a fiskální politiky, zejména v tradičních hospodářských odvětvích, jako jsou nemovitosti a stavebnictví. Můžeme to však považovat za netrvalý prvek, vzhledem k tomu, že stejně jako jsme v západním světě přešli z fáze zdravotní pohotovosti do fáze ostražitého soužití s virem, můžeme si představit, že se tak během několika příštích měsíců pravděpodobně stane i v Číně.

Investiční toky z mezinárodních kapitálových trhů na čínské burzy však negativně ovlivňují jiné prvky. Je zřejmé, že z geopolitického hlediska v nových strukturách roste hospodářská a politická role Číny a nabývá stále většího významu. Tyto údaje platí pro Asii jako celek. Čína však stejně jako Indie zaujímá nejednoznačný a oportunistický postoj k ruské agresi na Ukrajině. To zvyšuje riziko možné nové konfrontace mezi USA a Čínou, která by mohla mít dopady na obchodní vztahy, jak se již stalo za Trumpovy administrativy, ale v současném kontextu by mohla mít i důsledky v podobě sankcí zaměřených na finanční toky. Mezinárodní investoři proto počítají i s možností tohoto scénáře, který sice není ústřední, ale přesto představuje prvek rizika.

Rostoucí deglobalizace a segmentace finančního systému navíc zvyšuje motivaci k udržení finančních investic ve stejném geografickém okruhu, na kterém fiskální politika trvá. V této historické fázi jsou americký a evropský kapitál v USA a Evropě naprosto klíčové pro financování investičních programů potřebných ke snížení závislosti na Rusku a fosilních palivech obecně.

Závěrem lze říci, že politická a hospodářská váha Číny je dnes značná a bude dále růst. Tomu však neodpovídá stejná míra finanční nezávislosti nebo vnitřní schopnost generovat dostatečné zdroje, které by bylo možné směřovat na kapitálové trhy. Tento rozdíl v kontextu současné geopolitické situace přispívá k současné slabosti čínských burz.

Odpovědi z Rakouska

Inflace, která mění pravidla hry: rostoucí reálné výnosy vyžadují aktivní správu



V uplynulém desetiletí reálné výnosy z bezpečných investic ve vyspělých zemích neustále klesaly. Důvody tohoto poklesu jsou různé; v poslední době tento trend prohloubila pandemie a válka na Ukrajině. Hlavní příčinou poklesu však byla měnová opatření centrálních bank, které se v boji proti deflačním tendencím spoléhaly na bezprecedentní expanzivní měnovou politiku.

Centrální banky nakupovaly dluhopisy a tím tlumily výnosy. V eurozóně byly klíčové úrokové sazby sníženy na 0 %. Podmínky financování pro státy, podniky i soukromé dlužníky tak byly velmi příznivé, což podpořilo ekonomiku. Ceny dluhopisů a akcií z tohoto vývoje těžily. Ceny dluhopisů rostly v důsledku nákupů dluhopisů centrálními bankami a ceny akcií rostly v důsledku nízkých úrokových sazeb a zvýšení nabídky peněz, což nepřímo zvyšovalo poptávku po akciích.

Zdá se, že nedávný prudký nárůst inflace – původně vyvolaný pandemií a dále prohloubený válkou na Ukrajině – vyvolal změnu paradigmatu. Po četných uzávěrách prudce vzrostla poptávka po zboží a službách, což rychle dohánějící ekonomice umožnilo zvýšit ceny. Došlo k nedostatku klíčových elektronických součástí, jako jsou polovodiče, což ovlivnilo celá odvětví, jako je automobilový průmysl.

Ceny energií však vzrostly také v důsledku oživení a masivně se zvýšily v důsledku války na Ukrajině. Vysoká inflace nyní nutí centrální banky šlápnout na brzdu. Na pořadu dne je zvyšování úrokových sazeb a omezování expanzivní měnové politiky, což nakonec povede k opětovnému růstu reálných výnosů. To bude spojeno se změnami v ocenění různých tříd aktiv.

Dopad na třídy aktiv

Nedávný růst výnosů dluhopisů je způsoben především růstem inflačních očekávání, protože investoři chtějí být kompenzováni za vyšší inflační riziko. V tomto scénáři již nominální dluhopisy utrpěly cenové ztráty, zatímco dluhopisy vázané na inflaci se jim do značné míry vyhnuly. Centrální banky jsou nyní vyzývány, aby ukončily své nákupní programy a zvýšily základní úrokové sazby s cílem zmírnit rostoucí inflaci.

Dokud tato opatření nevstoupí v platnost, má z investičního hlediska smysl mít vyšší alokaci do dluhopisů vázaných na inflaci, abyste zajistili své portfolio. Ale pozor: dluhopisy vázané na inflaci také trpí rostoucími reálnými výnosy, zejména pokud se sníží inflační očekávání.

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria a
Schoellerbank (Rakousko)

Včasná redukce této třídy aktiv je proto nezbytná. Obecně by se v této fázi měly používat dluhopisy s krátkou splatností nebo dluhopisy s pohyblivou úrokovou sazbou. Na rostoucí výnosy reagovaly podnikové dluhopisy také rozšířením rizikových prémie, protože se zvyšuje pravděpodobnost zpomalení ekonomiky. Pokud se nepředpokládá recese, je takové rozšíření rizikových prémie často zajímavou nákupní příležitostí.

Vývoj reálných výnosů však neovlivňuje pouze dluhopisy, ale také třídy aktiv, jako jsou akcie. Růst reálných výnosů se dotýká zejména růstových a technologických společností, a proto se domníváme, že v současné době by měly být upřednostňovány hodnotové společnosti.

Proto je třeba bedlivě sledovat možná rizika – a to nejen v dluhopisovém sektoru. Zejména centrální banky mají za úkol, aby omezovaly měnověpolitická opatření z minulosti tempem, které je pro trhy přijatelné, aby nedocházelo k výraznějším deformacím. Centrální banky již v tomto směru učinily první kroky a také ukázaly, že dbají na to, aby tato opatření prováděly způsobem, který bude šetrný k akciovým trhům.

Závěr

Růst reálných výnosů a současná vysoká úroveň inflace jsou pro investory výzvou, která vyžaduje ještě intenzivnější studium trhů. Se strategií „nakup a drž“ lze v posledním desetiletí stále dosahovat velmi dobrých výnosů, ale v příštích několika letech bude nutné jednat aktivněji. Každá obtížná situace na trhu nabízí také příležitosti, které je podle našeho názoru třeba využít.

Odpovědi z Německa

Co znamená Macronovo znovuzvolení pro ekonomiku a trhy?



Francouzské prezidentské volby způsobily v předvečer jejich konání na finančních trzích značný rozruch. Dlouhou dobu byl za jasněho favorita považován současný prezident Emmanuel Macron. Průzkumy před prvním kolem hlasování, v němž si občané musejí vybrat jednoho z mnoha kandidátů, však ukázaly těsný souboj o první dvě místa. Tento výsledek byl rozhodující, protože pokud žádný z kandidátů nezíská v prvním kole potřebnou nadpoloviční většinu, koná se druhé kolo mezi prvními dvěma. Stejně jako před pěti lety proti sobě soupeřili Emmanuel Macron a Marine Le Penová. Ta i tentokrát prohrála – výrazněji, než se do té doby předpokládalo, ale méně výrazně než v roce 2017.



Nejistota pro finanční trhy vyplynula z otázky, kdo se dostane do druhého kola. Pokud by se například do druhého kola namísto Marine Le Penové dostal levicový populistický Jean-Luc Mélenchon, mohl být výsledek jiný. Tyto nejistoty se projeví zejména na trzích s dluhopisy. Například rozdíl ve výnosech francouzských a německých státních dluhopisů znatelně vzrostl, což odráželo obavy investorů, že by se francouzská politika mohla ubírat zcela jiným směrem. Obavy se však opět zmírnily krátce po prvním kole, kdy průzkumy signalizovaly poměrně pohodlný náskok Macrona.

Pro Evropu je Macronovo znovuzvolení důležitým znamením v době velké nejistoty. Mnoho rozhodnutí o naléhavých otázkách hospodářské a bezpečnostní politiky vyžaduje konsenzus na evropské úrovni. Zdá se, že s Macronem se tohoto konsenzu dosahuje mnohem snadněji, než by tomu bylo s jeho protikandidátkou. Zůstává však několik nezodpovězených otázek, které budou mít pravděpodobně určitý význam i pro kapitálové trhy. V červnu se totiž ve Francii uskuteční parlamentní volby, které rozhodnou o tom, zda a jakou většinu získá Emmanuel Macron pro svou politiku v parlamentu. Výzvy jsou obrovské. Země je rozdělená, mladí lidé jsou frustrováni, sociální napětí roste, pravice a pravicové myšlenky se staly „společensky přijatelnými“ a zdá se, že klasický stranický systém je u konce.

Kromě toho by mohla přijít na řadu druhá otázka: kdo převeze roli premiéra, nebo spíše premiérky? Někteří komentátoři spekulují, že by tuto funkci mohla převzít Christine Lagardeová, což by následně vedlo k diskusi o jejím nástupci v čele ECB. Zůstává to tedy dál napínavé.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

OD	28. 4. 2021	28. 4. 2017	27. 4. 2018	28. 4. 2019	28. 4. 2020	28. 4. 2021	28. 4. 2017	1. 1. 2022
DO	24. 4. 2022	28. 4. 2018	28. 4. 2019	28. 4. 2020	28. 4. 2021	28. 4. 2022	28. 4. 2022	28. 4. 2022
AKCIOVÉ INDEXY (CELKOVÝ VÝNOS V %)								
MSCI World (v USD)	-1,2	14,2	6,5	-4,7	48,8	-1,2	70,2	-10,9
MSCI Emerging Markets (v USD)	-20,8	21,1	-3,1	-14,1	54,9	-20,8	22,9	-13,9
MSCI US (v USD)	2,0	13,9	12,4	-0,6	51,3	2,0	96,4	-10,5
MSCI Europe (v EUR)	5,8	2,7	5,6	-10,6	31,0	5,8	34,0	-6,3
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	-18,7	19,0	-3,0	-8,1	47,1	-18,7	26,2	-13,6
STOXX Europe 600 (v EUR)	4,6	2,6	5,5	-10,0	32,4	4,6	34,6	-7,2
DAX 40 (Německo, v EUR)	-8,6	1,1	-1,5	-12,4	41,7	-8,6	12,3	-12,0
MSCI Italy (v EUR)	1,7	19,3	-6,7	-19,0	40,6	1,7	29,9	-10,3
ATX (Rakousko, v EUR)	4,4	20,4	-3,9	-30,7	54,3	4,4	28,5	-14,6
SMI (Švýcarsko, v CHF)	11,7	3,4	13,4	5,3	15,9	11,7	60,1	-3,9
S&P 500 (USA, v USD)	3,9	14,0	12,5	-0,8	48,5	3,9	96,4	-9,7
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-5,8	19,0	1,8	-9,2	49,3	-5,8	53,7	-5,9
CSI 300 (Čína, v juanech)	-22,1	11,2	6,0	0,9	35,9	-22,1	26,1	-20,6
INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-9,3	-3,3	6,7	23,1	-7,0	-9,3	6,7	-11,8
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-7,1	-1,1	5,2	15,2	-4,9	-7,1	5,5	-8,4
Americké podnikové dluhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-9,9	0,9	6,8	9,0	5,7	-9,9	11,4	-12,1
Německé 10Y dluhopisy (v EUR)	-9,5	-0,9	7,5	4,9	-1,9	-9,5	-1,2	-9,2
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-9,0	2,2	2,5	4,3	1,7	-9,0	1,0	-8,6
Korporátní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-8,2	1,2	3,1	-1,0	5,4	-8,2	-0,1	-7,8
VÝNOSY DLUHOPISŮ (ZMĚNA V BAZICKÝCH BODECH = 0,01 PROCENTNÍHO BODU)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	124	66	-49	-193	101	124	57	137
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	184	90	-33	-193	45	184	96	157
Americké podnikové dluhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	202	66	-31	-69	-80	202	92	185
Německé 10Y dluhopisy (v EUR)	113	26	-61	-46	19	113	55	104
Vládní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	119	-4	-14	-40	-15	119	47	110
Korporátní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	181	10	-27	40	-83	181	122	160
ROZPĚTÍ STÁTNÍCH DLUHOPISŮ (ÚVĚROVÉ ROZPĚTÍ, ZMĚNA V BAZICKÝCH BODECH)								
Korporátní dluhopisy USA (BofAML US Corporate Master)	44	-10	5	118	-140	44	16	40
Americké podnikové dluhopisy (BofAML US High Yield)	57	-34	33	429	-476	57	5	73
Euro korporátní dluhopisy (BofAML Euro Corporate AAA-A)	51	-18	8	65	-77	51	28	38
Korporátní dluhopisy v eurech (BofAML Euro High Yield)	153	-34	67	267	-332	153	117	119
SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU (ZMĚNA V BAZICKÝCH BODECH)								
Libor (USD, 3 měsíce)	110	119	22	-182	-57	110	12	108
Euribor (EUR, 3 měsíce)	10	0	2	8	-30	10	-11	13
SMĚNNÉ KURZY EURA (ZMĚNA V %)								
Americký dolar (EUR-USD)	-13,1	10,9	-8,5	-2,4	11,0	-13,1	-3,6	-7,4
Britská libra (EUR-GBP)	-3,0	3,9	-0,9	0,9	-0,1	-3,0	-0,1	0,4
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-7,5	10,5	-5,0	-7,0	4,3	-7,5	-5,6	-1,1
Japonský jen (EUR-JPY)	4,3	8,8	-6,3	-6,9	13,3	4,3	13,1	5,2
KOMODITY (ZMĚNA V %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	6,0	3,8	-2,8	33,4	0,0	6,0	41,1	3,2
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	17,9	19,0	-13,3	-18,5	68,1	17,9	69,9	8,5
Zlato (v USD za ryzí unci)	6,4	4,5	-2,3	33,0	4,2	6,4	49,2	3,6
Ropa (Brent, v USD za barel)	60,2	47,3	-3,5	-71,5	227,5	60,2	112,8	37,5

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 výkonnost státních dluhopisů v pevném rozsahu 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 zobrazen za následujících podmínek: obsluha úrokových plateb, odkup v souladu s podmínkami a držba do splatnosti. V tomto ohledu se jedná 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.

Právní upozornění

Tato publikace společností UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank AG (dále souhrnně jen „skupina UniCredit Group“) je určena široké veřejnosti a je poskytována zdarma pouze pro informační účely. Předmětné sdělení nepředstavuje osobní investiční poradenství ani investiční doporučení ze strany skupiny UniCredit Group, která by zohledňovala individuální situaci investora, zejména ve smyslu jeho odborných znalostí a zkušeností v oblasti investic, či dokonce jeho finanční situaci, investiční cíle nebo vztah k riziku. Nejedná se o nabídku na uzavření smlouvy, a proto nezavazuje skupinu UniCredit Group k provedení jakékoli transakce. Skupina UniCredit, včetně všech společností této skupiny, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím. Více informací naleznete zde: <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Veškeré odhady nebo hodnocení obsažené v této publikaci představují nezávislý názor skupiny UniCredit Group 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 za jejich úplnost, správnost a pravdivost skupina UniCredit Group neručí a nese za ně žádnou odpovědnost. Investoři proto musejí provést vlastní investiční posouzení zcela samostatně a nezávisle, spoléhat se výhradně na vlastní úvahy o tržních podmínkách a celkově dostupných informacích, 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. Investiční nástroje denominované v cizích měnách jsou vystaveny výkyvům vyplývajícím ze změn devizových kurzů, které mohou mít jak pozitivní, tak i negativní vliv zejména na jejich kurzy, ceny, zhodnocení či výnosy z nich plynoucí.
3. S investicí je vždy spojeno riziko kolísání hodnoty a není jisté, že skutečný výnos bude odpovídat výnosu očekávanému. Investor dále nese kreditní riziko emitenta investičního nástroje.
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, že nepředstavují spolehlivý ukazatel těchto výsledků.

Skupina UniCredit Group v žádném případě nese 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 doménových jmen – je vlastnictvím společností UniCredit S.p.A., Cordusio SIM 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 tento obsah, ať už celý, nebo kterékoliv jeho části, na jakémkoli nosiči, kopírovat jej, zveřejňovat a používat ke komerčním účelům bez předchozího písemného souhlasu skupiny UniCredit Group, s výjimkou možnosti pořizování kopií pouze pro osobní potřebu.