

» Zmiešané signály



Investičná stratégia skupiny

Mesačný výhľad

Máj 2023

Obsah

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKRO A TRHY	9
ALOKÁCIA AKTÍV – SPRÁVA NÁŠHO PORTFÓLIA	11
AKO INVESTOVAŤ	13



Zhrnutie

Zmiešané signály



MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

Americká ekonomika sa naďalej ochladzuje, ako naznačujú nedávno zverejnené predstihové ukazovatele. Index výroby ISM (ISM Manufacturing Index), ktorý meria náladu vo výrobnom sektore, od konca minulého roka poukazuje na zníženie ekonomickej aktivity v americkom výrobnom sektore a nedávno klesol ešte viac. Očakávame, že toto spomalenie bude pokračovať a americká ekonomika vstúpi do miernej recesie približne v polovici tohto roka. Dokonca ani pesimisti z radov pozorovateľov amerického trhu neočakávajú prudký ekonomický prepad v prípade recesie v USA. Toto hodnotenie potvrdzujú aj nedávne robustné údaje z amerického trhu práce. Americká ekonomika nie je v štrukturálnej kríze. V podstate je brzdiať účinok zvyšovania úrokových sadzieb.

Ekonomické údaje a údaje trhu práce v eurozóne sa v poslednom období držia na dobrej úrovni. Predstihové ukazovatele rastú a poukazujú na oživenie ekonomiky. A aktuálne ekonomické údaje, ako napríklad výroba v eurozóne, ktorá sa v januári a februári zvýšila o 1,0 % a 1,5 %, podčiarkujú povzbudzujúce hospodárske oživenie na tejto strane Atlantiku. Solídny stav ekonomiky by tak mal do značnej miery kompenzovať hroziace riziká vyplývajúce z oslabenia úverového cyklu, ako aj turbulencie na finančných trhoch v dôsledku napätia v americkom a švajčiarskom bankovom sektore.



INFLÁCIA A MENOVÁ POLITIKA

Inflácia v USA by sa mala do konca roka 2023 zmierniť na približne 3 % a potom do polovice roka 2024 na 2 %. Najnovšie údaje o inflácii za marec potvrdzujú, že proces dezinflácie mnohých zložiek koša indexu spotrebiteľských cien pokračuje: celková miera inflácie bola v marci medziročne na úrovni 5,0 % (pokles zo 6,0 % vo februári), zatiaľ čo jadrová miera inflácie zostáva vytrvalo vysoká nad 5 %.

Americká centrálna banka tak bude pokračovať v presadzovaní svojho cieľa, ktorým je boj s infláciou, aj keď mnohí analytici a investori očakávajú, že sa teraz blíži k vrcholu svojej úrokovej sadzby. Trhy aktuálne zahrňujú do cien iba jedno konečné zvýšenie sadzieb o 25 bázických bodov na nadchádzajúcom zasadnutí Fedu začiatkom mája na základe aktuálneho koridoru úrokových sadzieb USA od 4,75 % do 5,0 %.

Inflácia v eurozóne má klesajúci trend, podobne ako v USA, hoci jadrová sadzba ešte nedosiahla svoj vrchol. Po marcovom zvýšení základných sadzieb o 50 bázických bodov trhové očakávania týkajúce sa menovej politiky ECB naznačujú ďalšie zvýšenie úrokových sadzieb celkovo o 0,75 % zo súčasnej úrovne úrokových sadzieb (depozitná sadzba) 3,0 %, čím by sa v polovici tohto roka dostali na svoju najvyššiu úroveň 3,75 %. Zníženie úrokových sadzieb stále neočakávame skôr ako v polovici roka 2024.



FINANČNÉ TRHY

Hoci slabnúca ekonomická dynamika spôsobuje zvýšenú neistotu, finančné trhy interpretovali tento vývoj predovšetkým ako znak toho, že vrchol úrokových sadzieb – najmä v USA – sa pravdepodobne dosiahne už čoskoro. To nedávno istým spôsobom podporilo akciové trhy: napríklad index S&P 500 si od konca marca do 18. apríla pripísal okolo 0,6 %, zatiaľ čo index Stoxx Europe 600 vzrástol za rovnaké obdobie o viac ako 1,7 %. Výnosy 10-ročných amerických štátnych dlhopisov v tomto období vzrástli približne o 20 bázických bodov po tom, ako v marci klesli približne o 60 bázických bodov. Výnosy 10-ročných nemeckých dlhopisov Bund tiež vzrástli, a to o necelých 25 bázických bodov.

Skúsenosti ukazujú, že takéto zlomové body sú spojené s výraznou volatilitou na kapitálových trhoch. Preto v súčasnosti odporúčame skôr mierny kurz investičnej stratégie – bez výraznejšieho preváženia jedným alebo druhým smerom. Takéto neutrálne umiestnenie na akciových trhoch uľahčujú vysoké výnosy, ktoré možno medzitým dosiahnuť na dlhopisových trhoch. Po rokoch nízkych a negatívnych úrokových sadzieb a katastrofálnom roku 2022 je dlhopisový trh opäť v hre a investori by ho mali aktívne využívať.



List Investičných riaditeľov

Zmiešané signály

Po neúspechu v marci sa akciové trhy odvtedy do značnej miery zotavili. Index MSCI Europe dokonca nedávno dosiahol nové maximum za tento rok. V dôsledku marcového oslabenia akciových trhov výnosy štátnych dlhopisov tiež klesali a napriek miernemu oživeniu v apríli zostávajú výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov výrazne pod nedávnymi maximami, najmä v USA. Rozhodujúcim faktorom pre americké dlhopisové trhy je určite očakávanie mnohých analytikov a investorov, že americká centrálna banka (Fed) je teraz blízko vrcholu svojho cyklu zvyšovania sadzieb. Trhy aktuálne zahrňujú do cien iba jedno konečné zvýšenie sadzieb o 25 bázických bodov na nadchádzajúcom zasadnutí Fedu začiatkom mája, na základe aktuálneho koridoru úrokových sadzieb USA od 4,75 % do 5,0 %. Tieto očakávania odrážajú aj zvýšené riziko recesie v USA, ktoré v poslednom čase zdôrazňujú zhoršujúce sa predstihové ukazovatele americkej ekonomiky. Medzi inými tu treba spomenúť index ISM Manufacturing, ktorý meria náladu vo výrobnom sektore. Ten od konca minulého roka poukazuje na pokles ekonomickej aktivity v americkom výrobnom sektore a nedávno sa ešte viac znížil.

V Európe je však situácia iná. Predstihové ukazovatele rastú (napr. index ifo) a poukazujú na oživenie ekonomiky. Trhové očakávania týkajúce sa menovej politiky Európskej centrálnej banky (ECB) naznačujú ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb celkovo o 0,75 % zo súčasnej úrovne úrokových sadzieb (depozitná sadzba) 3,0 %. A aktuálne ekonomické údaje, ako napríklad výroba v eurozóne, ktorá sa v januári a februári zvýšila o 1,0 % a 1,5 %, podčiarkujú povzbudzujúce hospodárske oživenie na tejto strane Atlantiku. V porovnaní s USA je európska ekonomika skutočne oveľa robustnejšia, čo sa odráža aj vo vývoji na kapitálových trhoch – výraznejšie oživenie cien akcií a výnosov, ale aj o niečo pevnejší výmenný kurz eura voči doláru, čo prináša ďalšiu úľavu pre ceny energií.

Relatívne lepšia situácia v Európe v porovnaní s USA sa prejavuje aj v očakávaniach ziskov firiem. Tie od tretieho štvrtroka minulého roka na oboch stranách Atlantiku klesajú. V Európe sa však objavujú náznaky dosiahnutia dna, zatiaľ čo očakávania týkajúce sa amerických spoločností klesajú aj naďalej. V USA to platí nielen pre očakávania na tento rok, ale aj pre očakávania na rok 2024, ktoré sa postupne viac-menej jednotne revidujú smerom nadol. Obavy z recesie v USA preto zaťažujú aj očakávania na nadchádzajúci rok. Kapitálové trhy však v roku 2024 stále očakávajú slušný rast výnosov o približne 10 % v porovnaní s rokom 2023. Aj výnosy v USA by mali v roku 2025 rásť takmer dvojciferným tempom. Jasne badateľná recesia v USA preto nie je základným scenárom, ktorý by odrážali implicitné očakávania trhu.

Pre Európu je vývoj očakávaní zisku v súčasnosti stabilnejší ako v USA – pretože sa teraz pohybuje do strany. Ako to však v transatlantických porovnaníach často býva, očakávaný rast výnosov v Európe bude v nasledujúcich dvoch rokoch pravdepodobne o niečo nižší ako v USA. Toto očakávanie však nemusí byť pre európske trhy zaťažujúcim faktorom, keďže ocenenie merané pomerom ceny a zisku (P/E) je v tejto krajine výrazne nižšie. Európske akcie sú tak v priemere hodnotené oveľa priaznivejšie ako ich americké náprotivky. Stále vysoké zhodnotenie amerických akcií v súčasnom prostredí môže zároveň oslabiť očakávania návratnosti tejto triedy aktív v nadchádzajúcich rokoch. Ilustruje to číselný príklad. Pomer P/E indexu MSCI pre Severnú Ameriku je v súčasnosti takmer 18,5, a teda takmer na úrovni vrcholu P/E z obdobia 15 rokov pred pandémiou. Podľa tohto ocenenia sú americké akcie približne o 25 % vyššie ako priemer za sledované 15-ročné obdobie. Krátko po pandémii však boli ocenenia výrazne vyššie (vrchol pomeru P/E nad 22), čo bolo čiastočne spôsobené vtedy veľmi nízkymi úrokovými sadzbami. Predtým sa podobne vysoké pomery P/E vyskytovali v USA po prelome tisícročí, t. j. počas dot-com bubliny.

Pre porovnanie, ocenenia v Európe sú na miernej úrovni 13. Aj keď v dôsledku oživenia akciového trhu v posledných mesiacoch vzrástli, stále sú hlboko pod maximami pred pandémiou a viac v rozsahu zodpovedajúcich priemerných ocenení z rokov pred pandémiou. Na jednej strane vysoké súčasné ocenenia znižujú potenciál strednodobého výnosu, pretože znižujú pravdepodobnosť výrazného príspevku expanzie ocenenia (t. j. zvýšenia pomeru P/E) k celkovému výnosu. Inými slovami, cenový nárast v prípade vysokých pomerov P/E musí byť takmer výlučne spôsobený rastom ziskov. Na druhej strane, vysoké ocenenia zvyšujú potenciál problémov v prípade recesie.

Najdôležitejším rizikovým faktorom na kapitálových trhoch je dnes preto možná recesia v USA. V poslednom období sa stal významnejším v dôsledku výrazného zvýšenia úrokových sadzieb v posledných štvrtrokoch, ale aj v dôsledku vývoja v americkom bankovom systéme, ktorý zvýšil riziko obmedzenia dostupnosti úverov pre reálnu ekonomiku USA. Jeden z najbežnejších barometrov recesie na finančnom trhu v USA, inverzia výnosovej krivky amerických štátnych dlhopisov (t. j. skutočnosť, že výnos pri 2-ročnej splatnosti je vyšší ako pri 10-ročnej splatnosti), už nejaký čas poukazuje na rastúce riziko recesie. Vysoká zložená ročná miera rastu a veľmi nízka implikovaná volatilita (ktorá sa na americkom akciovom trhu považuje za barometer strachu) však zapadajú do týchto zvýšených rizík recesie len v obmedzenej miere. Nesúrodý vývoj v súvislosti s rastúcimi rizikami recesie na jednej strane a pomerne sebavedomý postoj amerických akciových investorov na strane druhej pravdepodobne zvýšia potenciál problémov na americkom akciovom trhu.

Panika však nie je namieste, pretože ani pesimisti z radov pozorovateľov amerického trhu neočakávajú prudký ekonomický prepad v prípade recesie v USA. Toto hodnotenie potvrdzujú aj nedávne robustné údaje z amerického trhu práce. Americká ekonomika nie je v štrukturálnej kríze. V podstate je badať brzdiaci účinok zvyšovania úrokových sadzieb. Ak by sa však inflačné tlaky zmiernili s ochladzovaním americkej ekonomiky, čo je pravdepodobné, centrálna banka by mala väčší priestor na zvrátenie nedávneho zvýšenia úrokových sadzieb a poskytla by čiastočnú úľavu úverovým nákladom.

Celkovo nie je jednoduché orientovať sa v súčasnom ekonomickom a trhovom prostredí, keďže s blížiacim sa koncom cyklu zvyšovania úrokových sadzieb Fedu sa s najväčšou pravdepodobnosťou blíži dôležitý bod zlomu v americkej menovej politike. Skúsenosti ukazujú, že takéto zlomové body sú spojené s výraznou volatilitou na kapitálových trhoch. Preto v súčasnosti odporúčame skôr mierny kurz investičnej stratégie – bez výraznejšieho preváženia jedným alebo druhým smerom. Takéto neutrálne umiestnenie na akciových trhoch uľahčujú vysoké výnosy, ktoré možno medzitým dosiahnuť na dlhopisových trhoch. Po rokoch nízkych a negatívnych úrokových sadzieb a katastrofálnom roku 2022 je dlhopisový trh opäť v hre a investori by ho mali aktívne využívať. Zaujímavé výnosy sa tu dajú dosiahnuť takticky a prispôbením sa riziku (aj v porovnaní s akciovými trhmi). Stále však platí, že krátkodobé investície do dlhopisov, ako sú termínované vklady, majú zmysel maximálne na krátke prechodné obdobie (napríklad preto, že kapitál bude v dohľadnej budúcnosti potrebný inde), pretože aj pri časovom horizonte niekoľkých rokov dosahujú krátkodobé úrokové investície z hľadiska výnosov po zohľadnení inflácie horšie výsledky. Aj pri zvýšených krátkodobých úrokových mierach je zachovanie reálnej hodnoty vzhľadom na súčasné miery rastu cien (aj v prípade, ak by mali opäť klesnúť na únosnú úroveň) len sotva možné. Dobrou správou je, že vzhľadom na celkom konštruktívny strednodobý hospodársky výhľad a výhľad kapitálového trhu sa príliš defenzívna investičná orientácia (napríklad pri termínovaných vkladoch) nezdá byť vôbec nutná.

MANUELA D'ONOFRIO, vedúca investičnej stratégie skupiny

PHILIP GISKDAKIS, investičný riaditeľ pre Nemecko, UniCredit Bank AG (HypoVereinsbank)

ALESSANDRO CAVIGLIA, investičný riaditeľ pre Taliansko, UniCredit SpA

OLIVER PRINZ, spoluzodpovedný investičný riaditeľ UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG

V centre pozornosti

Badať náznaky poklesu úverov, no vplyv na ekonomiku sa ešte len ukáže

Po tom, ako sa jednotlivé banky s veľmi špecifickými problémami v USA a Švajčiarsku dostali v marci do ťažkostí, čo dočasne spôsobilo prudký pokles cien akcií bánk a turbulencie na finančných trhoch, sa trhy pri spätnom pohľade ukázali ako veľmi odolné – v neposlednom rade vďaka rýchlemu a rozhodnému zásahu orgánov dohľadu a vlád v USA a Švajčiarska. Ako sa očakávalo, po fáze zvýšenej volatility sa pozornosť presunula späť na otázky inflácie a rastu. Zároveň sa v súčasnosti objavujú čoraz častejšie signály, že nedávne udalosti môžu prispieť k tomu, že banky budú pri poskytovaní úverov obozretnejšie – zatiaľ čo dopyt po úveroch klesá – čo bude mať brzdiace účinky na rast úverov na oboch stranách Atlantiku.

USA: POSKYTOVANIE ÚVEROV KOMERČNÝMI BANKAMI V MARCI PRUDKO KLESLO, ALE V POSLEDNOM ČASE SA STABILIZOVALO

Americká ekonomika zatiaľ prekonala najsilnejšie sprísnenie menovej politiky za posledné desaťročia pozoruhodne dobre. Vzhľadom na neistú perspektívu ekonomiky však veľké americké banky sprísnilo svoje štandardy poskytovania úverov pre komerčné a priemyselné úvery a pre subjekty s úvermi na financovanie komerčných nehnuteľností už v štvrtom štvrtroku 2022, podľa najnovšieho dostupného **prieskumu americkej centrálnej banky (Fed)**¹. Okrem toho badať nižší dopyt po úveroch zo strany firiem a domácností. Podľa údajov Fedu očakávajú americké banky v nasledujúcich mesiacoch ďalšie sprísnenie úverových štandardov, oslabenie dopytu a zhoršenie kvality úverov. Okrem toho v **marcovom prieskume spotrebiteľských očakávaní**² Fedu podiel domácností, ktoré tvrdili, že získať úver je ťažšie ako pred rokom, vzrástol na najvyššiu úroveň od prieskumu z roku 2014. Podľa Národnej federácie nezávislých podnikov (**NFIB**)³ majú malé podniky tiež ťažší prístup k úverom.

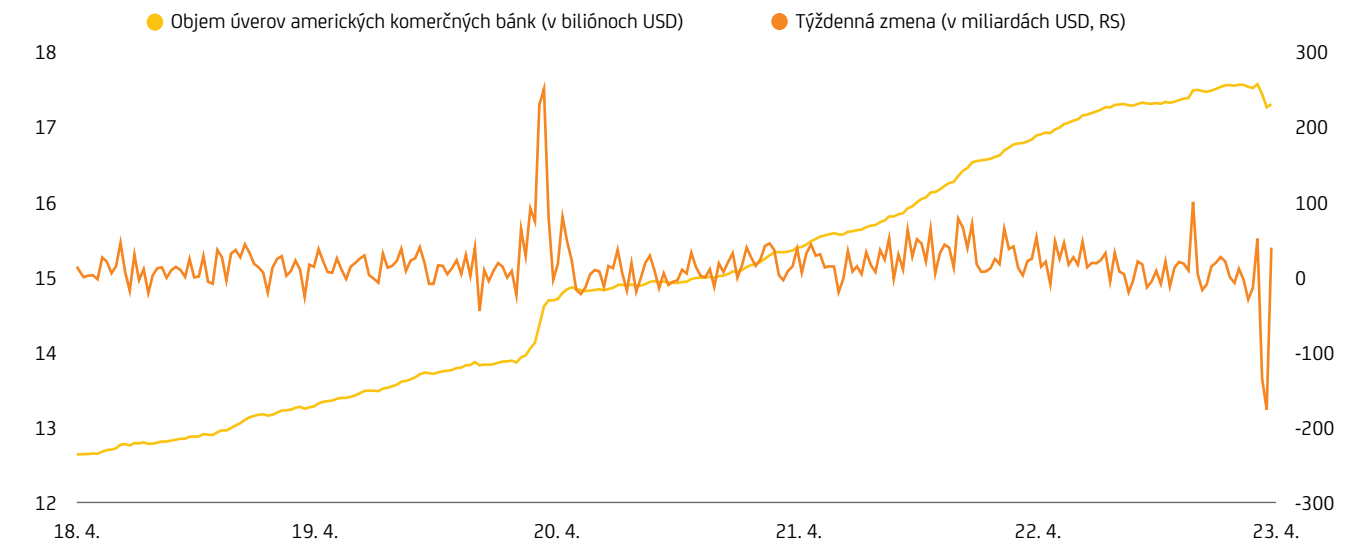
V dôsledku otrasov v americkom finančnom sektore poskytovanie úverov komerčnými bankami v USA prakticky skolabovalo (pozri graf 1). Podľa agentúry Bloomberg kleslo v druhej polovici marca najviac od roku 1973, predovšetkým v dôsledku poklesu poskytovania úverov od malých bánk. Hoci tento vývoj naznačuje sprísnenie úverových podmienok, príčinná súvislosť nie je úplne jasná a závery o tom, či bol prepad spôsobený predovšetkým nižšou ponukou úverov (a prísnejšími úverovými praktikami bánk), alebo extrémnou volatilitou trhu a jej vplyvom na dopyt po úveroch, sa zdajú byť predčasné. Údaje z prvého aprílového týždňa navyše naznačujú, že negatívny trend v USA sa už podarilo prelomiť – čo naznačuje, že účinky napätia v bankovom sektore z minulého mesiaca boli úspešne zvládnuté.

¹ Pozri prieskum o úverových praktikách bánk od januára 2023 (odkaz: <https://www.federalreserve.gov/data/documents/sloos-202301-fullreport.pdf>)

² Pozri prieskum Fedu o spotrebiteľských očakávaniach (odkaz: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/news/research/2023/20230410>)

³ Pozri tlačovú správu Národnej federácie nezávislých podnikov (NFIB), združenia malých podnikov v USA zastupujúceho malé a nezávislé podniky (odkaz: <https://www.nfib.com/content/press-release/economy/small-business-optimism-declines-slightly-in-march>)

1. POSKYTOVANIE ÚVEROV AMERICKÝMI KOMERČNÝMI BANKAMI V MARCI UTRPELO KOLAPS, ALE ZDÁ SA, ŽE SA OPĀŤ STABILIZOVALO



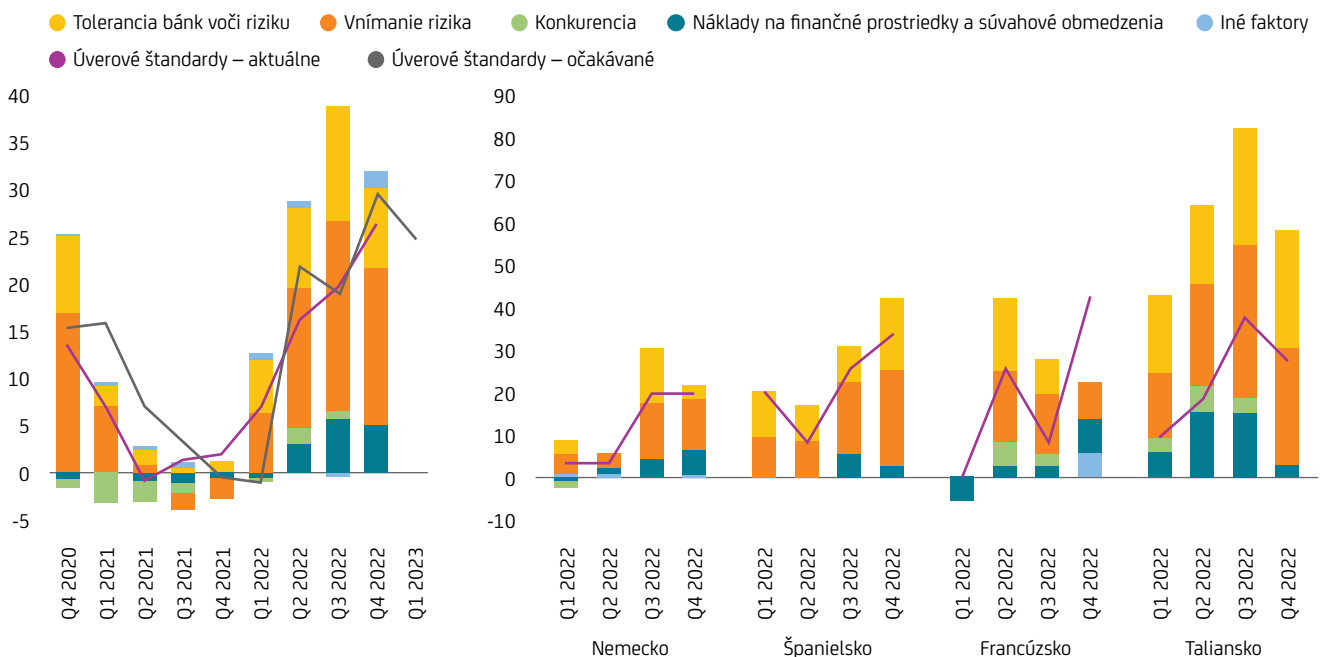
Zdroj: Fed, Bloomberg, investičná stratégia skupiny
Sledované obdobie: 15. 4. 2018 – 15. 4. 2023

EUROZÓNA: ECB OČAKÁVA POMALŠÍ RAST ÚVEROV

Pohľad na výsledky najnovšieho prieskumu ECB o úveroch v eurozóne (**Prieskum o bankových úveroch, BLS⁴**) od januára 2023 ukazuje, že v štvrtom štvrtroku 2022 sa sprísnilo aj usmernenie pre pôžičky spoločnostiam v eurozóne. Ešte pred otrasmi na globálnych finančných trhoch v marci (pozri graf 2) 26 % bánk uvádzalo prísnejšie usmernenia pre poskytovanie úverov vzhľadom na zvyšujúce sa riziká súvisiace s hospodárskym výhľadom alebo situáciou v konkrétnom sektore alebo spoločnosti, ako aj klesajúcu toleranciu voči riziku a vyššie náklady na financovanie – naposledy bol tento rozsah porovnateľný počas krízy štátneho dlhu v eurozóne v roku 2011. Usmernenia pre poskytovanie úverov na bývanie domácnostiam a spotrebných úverov či iných úverov domácnostiam sa podľa ECB tiež sprísnilo.

⁴ Pozri tiež tlačovú správu Bundesbank z 31. januára 2023 (odkaz: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/904056/f638118a-4a7478463f978167d761928c/mL/2023-01-31-umfrage-kreditgeschaef-t-download.pdf>)

2. ČISTÝ PERCENTUÁLNY PODIEL BÁNK, KTORÉ OZNĀMILI SPRÍSNIENIE ÚVEROVÝCH ŠTANDARDOV, A PRISPĚVAJÚCE FAKTORY



Poznámka: Percentuálny zostatok je definovaný ako rozdiel medzi súčtom príslušných podielov (v percentách) bánk, ktoré odpovedali „výrazne sprísnilo“ a „mierne sprísnilo“, a súčtom podielov (v percentách) bánk, ktoré odpovedali „mierne uvoľnilo“ a „výrazne uvoľnilo“. Položka „iné faktory“ zahŕňa všetky ďalšie faktory, o ktorých banky tvrdili, že majú vplyv na úverové štandardy.

Zdroj: ECB, investičná stratégia skupiny UniCredit

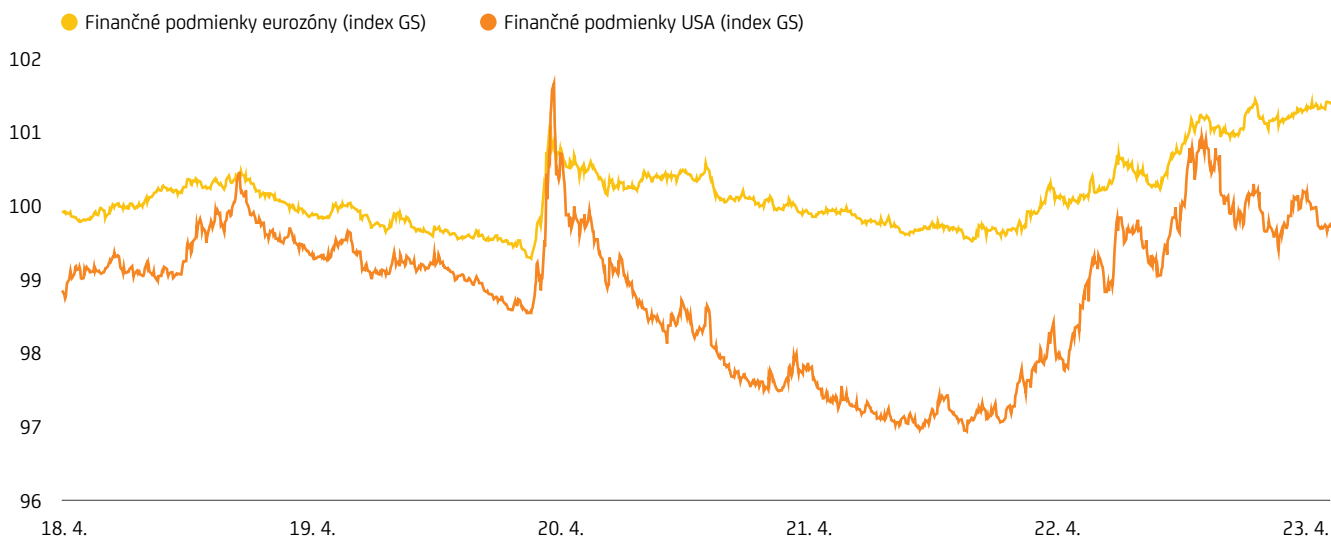
Zároveň však klesol aj dopyt po úveroch, za čo sú pravdepodobne zodpovedné zvýšené náklady na refinancovanie – v dôsledku obratu úrokových sadzieb. Najnovšie mesačné údaje ECB preto primerane ukazujú ďalšie spomalenie rastu úverov podnikom a domácnostiam, hoci medziročná miera rastu je stále kladná. V prvom štvrtroku 2023 banky v eurozóne podľa ECB očakávajú ďalšie sprísnenie usmernení pre podnikové úvery, úvery na bývanie a spotrebiteľské úvery.

Zdá sa byť zrejmé, že rast úverov v eurozóne sa oslabí v dôsledku sprísnenia podmienok financovania. Napríklad **Index finančných podmienok eurozóny GS**⁵ naznačuje, že na rozdiel od USA, kde sa podmienky vrátili do akomodačného teritória, sú podmienky na finančných trhoch eurozóny v súčasnosti ešte prísnejšie ako na začiatku pandémie (graf 3). Samotná **ECB**⁶ pri niekoľkých príležitostiach naznačila, že očakáva prísnejšie úverové štandardy a pomalší rast úverov popri tom, že potenciálne slabnúca dôvera spotrebiteľov a investorov by mohla negatívne ovplyvniť dopyt po úveroch.

⁵ Index finančných podmienok (FCI) Goldman Sachs je definovaný ako „vážený priemer bezrizikových úrokových mier, výmenného kurzu, ocenenia akcií a úverových rozpätí s váhami, ktoré zodpovedajú priamemu vplyvu každej premennej na HDP“ (pozri aj: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/case-for-financial-conditions-index.html>).

⁶ Pozri, okrem iného, poznámky viceprezidenta ECB Luísa de Guindosa z 1. apríla (odkaz: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230401~d66e5a2335.en.html>).

3. PODMIENKY FINANCOVANIA V EUROZÓNE A V USA



Poznámka: Hodnota pod 100 naznačuje akomodačné podmienky, zatiaľ čo hodnota nad 100 naznačuje sprísnenie.

Zdroj: Bloomberg, Goldman Sachs Research, investičná stratégia skupiny UniCredit

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

Je zaujímavé, že novšie prieskumy v Nemecku zatiaľ nenaznačujú, že by udalosti v marci viedli k výraznejšiemu obmedzovaniu poskytovania podnikových úverov zo strany bánk. Podľa prieskumu **Inštitútu ifo**⁷ 22,7 % spoločností, ktoré v čase prieskumu rokovali so svojimi bankami, v marci uviedlo, že banky boli pri poskytovaní úverov opatrnejšie. V porovnaní s decembrom (30,0 %) ich podiel výrazne klesol. Najmä v priemysle (z 27,8 % na 17,3 %) a v sektore služieb (z 34,6 % na 26,5 %) možno pozorovať výrazné zníženie **prekážok pri získavaní úverov** (tzv. credit hurdle)⁸. Či bude tento trend pokračovať, je však otázne. Napríklad zo **štúdie audítorskej a poradenskej firmy EY**⁹ vyplýva, že dve z troch nemeckých bánk očakávajú v tomto roku pokles úverov.

⁷ Pozri tiež tlačovú správu ifo z 31. marca 2023 (odkaz: <https://www.ifo.de/pressemitteilung/2023-03-31/banken-weniger-zurueckhaltend-bei-kreditvergabe-fuer-unternehmen>).

⁸ V štvrtročných podnikových prieskumoch ifo sa od zúčastnených spoločností požaduje, aby hodnotili ochotu bánk poskytovať úvery, z čoho inštitút vypočítava ukazovateľ „úverová prekážka“.

⁹ Pozri aj EY CreditMarketStudy 2023 (Odkaz: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/de_de/news/2023/04/ey-kreditmarktstudie-2023.pdf).

DÔSLEDKY PRE MENOVOU POLITIKU A HOSPODÁRSKY VÝVOJ

Vzájomné pôsobenie napätia v bankovom sektore, pretrvávajúcej vysokej inflácie a reštriktívnej politiky ECB nedávno empiricky analyzovala spoločnosť Goldman Sachs Research, ktorá dospela k záveru, že prudké poklesy cien akcií bánk v minulosti často viedli k sprísneniu úverových podmienok a následnému poklesu poskytovania úverov – čo malo na jednej strane tlmivé vplyvy na hospodársky rast a na druhej strane mierne tlmivé vplyvy na jadrovú infláciu, na čo ECB zvyčajne reagovala znížením depozitnej sadzby. Hoci sa zdá byť predčasné, aby centrálna banka urobila konečné rozhodnutie o vplyve nedávneho vývoja na rast a infláciu, Rada guvernérov bude pravdepodobne čoraz viac zvažovať, do akej miery by nedávne napätie v bankovom sektore mohlo zaťažiť ekonomiku s ohľadom na ďalší vývoj úrokových sadzieb. Očakávame, že tento vplyv bude citeľný, aj keď zvládnuteľný, no predpokladáme, že bude výraznejší v USA ako v eurozóne. V každom prípade sa pozornosť investorov a analytikov sústreďí na blížiaci sa zverejnenie prieskumov o poskytovaní bankových úverov Fedu a ECB v USA a eurozóne začiatkom mája, ktoré by mali poskytnúť nové údaje o poskytovaní úverov v eurozóne – a teda aj o ďalšom vývoji hospodárskej a menovej politiky.

Makro a trhy

Ekonomika USA na pokraji recesie, výhled eurozóny sa zlepšuje

EKONOMIKA USA: ZREJME SA BUDE ĎALEJ OSLABOVAŤ, KONTRAKCIA PRAVDEPODOBNE OKOLO POLOVICE ROKA

Ekonomika USA sa naďalej ochladzuje. Naznačujú to nedávno zverejnené predstihové ukazovatele (okrem iného index ISM pre priemysel a služby ďalej oslaboval). Očakávame, že toto spomalenie bude pokračovať a ekonomika vstúpi do miernej recesie približne v polovici roka (t. j. mierne negatívny rast o 0,3 % v druhom aj treťom štvrtroku v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom). Naznačujú to aj znižujúce sa „prebytky úspor“ súkromných domácností, klesajúci rast spotrebiteľských úverov a pretrvávajúco slabnúci trh práce. Celkovo možno konštatovať, že tieto faktory budú pravdepodobne negatívne vplyvať na súkromnú spotrebu, ktorá bola doteraz hlavným pilierom rastu HDP. Ďalšie sprísnenie úverových podmienok pre domácnosti a podniky (pozri poznámky v časti V centre pozornosti) v dôsledku napätia v americkom bankovom sektore by tiež mohlo prehĺbiť účinky prísnejšej menovej politiky. Podľa zápisnice z marcového zasadnutia Fedu akademickí pracovníci Fedu tiež očakávajú miernu recesiu v priebehu tohto roka. Predpokladáme rast HDP na úrovni 0,5 % pre rok 2023 celkovo a 0,8 % pre rok 2024 (pozri graf 4). Inflácia by sa mala do konca roka 2023 zmierniť na približne 3 % a potom do polovice roka 2024 na 2 %. Najnovšie údaje o inflácii za marec potvrdzujú, že proces dezinflácie mnohých zložiek koša indexu spotrebiteľských cien pokračuje: celková miera inflácie bola v marci medziročne na úrovni 5,0 % (pokles zo 6,0 % vo februári), zatiaľ čo **jadrová miera inflácie**¹⁰ zostáva vytrvalo vysoká nad 5 %. Z tohto dôvodu bude Fed pokračovať v presadzovaní svojho cieľa, ktorým je boj s infláciou, aj keď plánovaný vrchol úrokových sadzieb sa blíži. V marci zvýšil kľúčovú úrokovú sadzbu na 5 % (horné pásmo) a očakávame, že kľúčové úrokové sadzby dosiahnu vrchol v máji po konečnom zvýšení o 25 bázických bodov. Celkové zníženie sadzieb o 150 bázických bodov očakávame až v roku 2024.

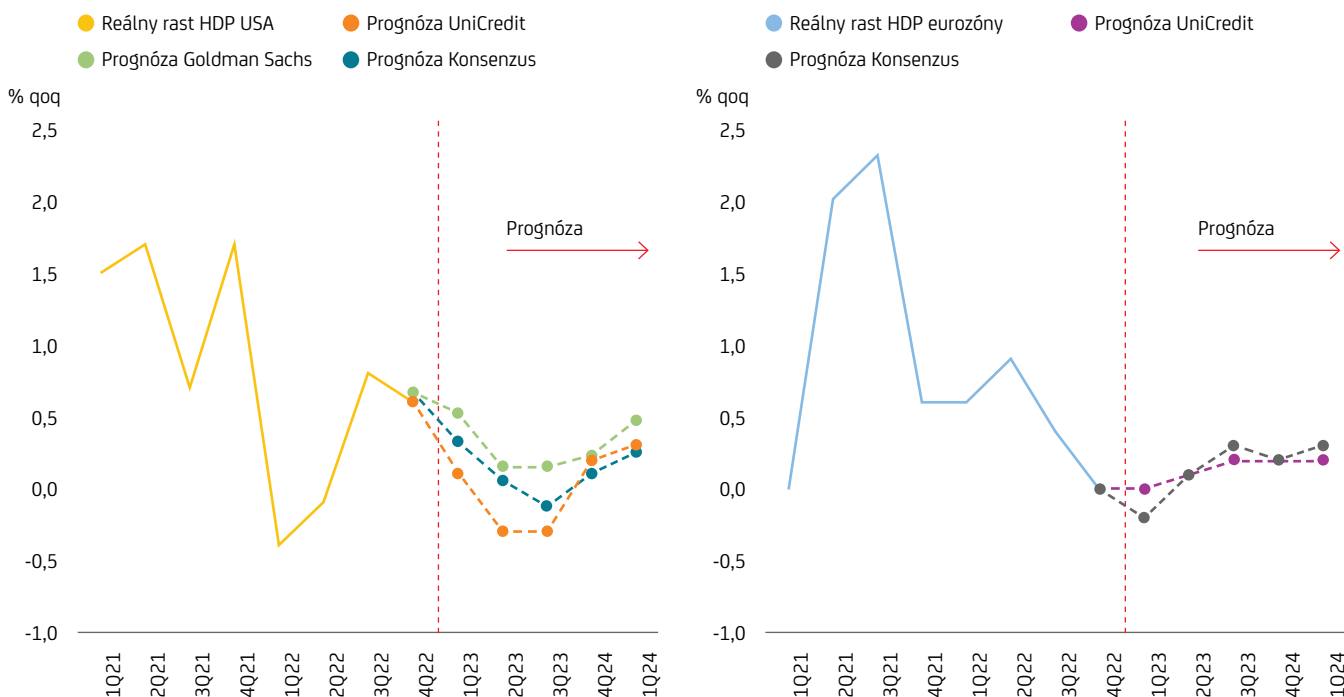
¹⁰ Predstavuje celkovú infláciu bez volatilných zložiek energií a potravín, a preto poskytuje lepšie vyjadrenie základných inflačných tlakov.

EUROZÓNA: ODOLNÁ EKONOMIKA VZDORUJE RECESII

Ekonomické údaje a údaje trhu práce v eurozóne sa v poslednom období držia na dobrej úrovni. Solídny stav ekonomiky by tak mal do značnej miery kompenzovať hroziace riziká vyplývajúce z oslabenia úverového cyklu, ako aj turbulencie na finančných trhoch v dôsledku napätia v americkom bankovom sektore a udalostí týkajúcich sa veľkej švajčiarskej banky. V nadchádzajúcich štvrtkoch teda nepredpokladáme žiadnu výraznú kontrakciu, a teda **ani (technickú) recesiu**¹¹, čo je spôsobené predovšetkým tým, že energetickej kríze v Európe, hlavne nedostatku plynu, sa podarilo vyhnúť. Napriek tomu vysoká inflácia a sprísňujúce sa úverové podmienky budú pravdepodobne v roku 2023 obmedzovať rast (pozri poznámky v časti V centre pozornosti). Potvrďujeme našu prognózu rastu približne 0,5 % na rok 2023 celkovo a 1,0 % na rok 2024 (pozri graf 4). Inflácia v eurozóne má klesajúci trend, podobne ako v USA, hoci jadrová sadzba ešte nedosiahla svoj vrchol. V súlade s tým očakávame, že ECB bude po marcovom zvýšení úrokových sadzieb o 50 bázických bodov pokračovať v sprísňovaní. Depozitná sadzba sa pravdepodobne opäť zvýši o 25 bázických bodov v máji, ako aj v júni a júli, čím by sa depozitná sadzba dostala na svoj vrchol 3,75 % v polovici roka 2023. Stále neočakávame zníženie úrokových sadzieb o 75 bázických bodov skôr ako v polovici roka 2024.

¹¹ Technická recesia znamená dva po sebe nasledujúce štvrtroky negatívneho rastu.

4. EKONOMIKA USA JE NA POKRAJÍ MIERNEJ RECESIE, EUROZÓNA BY MALA ČOSKORO NECHAŤ SPOMALENIE ZA SEBOU



Zdroj: Bloomberg, Consensus, Goldman Sachs, UniCredit Research, investičná stratégia skupiny UniCredit

ČÍNSKA EKONOMIKA SA ZAČIATKOM ROKA VÝRAZNE ZOTAVILA

V poslednom čase sa ekonomické ukazovatele výrazne zlepšili aj v Číne. Všetky kľúčové indexy nákupných manažérov sa v marci pohybovali na úrovni ekonomickej expanzie, čo naznačuje pokračujúce zotavovanie. Čínsky HDP vzrástol v prvom štvrtroku medzikvartálne o 2,2 %, pričom vo štvrtom štvrtroku 2022 to bolo iba 0,6 %. Primárne zodpovední za výrazný nárast na začiatku roka boli čínski spotrebitelia, po dlhotrvajúcom výraznom obmedzovaní svojich výdavkov v dôsledku prísnych blokovacích opatrení vyplývajúcich z vládnej politiky nulového výskytu ochorenia Covid-19. Očakávame, že hospodárske oživenie v Číne bude pokračovať počas celého roka a predpokladáme rast HDP okolo 5 % v roku 2023 – čo znamená, že sa naše čísla zhodujú s novým cieľom rastu „okolo 5 %“, ktorý vláda stanovila začiatkom marca. Pre rok 2024 vidíme o niečo nižší rast, približne 4,5 %. Menej ambiciózne očakávania rastu ako v minulosti vyplývajú z viacerých faktorov, ktoré sú trvalou záťažou pre ekonomickú aktivitu Číny. Patria medzi ne štrukturálne problémy, ako je slabá produktivita, starnutie obyvateľstva a sektor nehnuteľností, ktorý je náchylný na korekcie. Na druhej strane, vláda opäť oznámila, že sa nechystajú žiadne veľké stimulačné programy. Fiškálna a menová politika však pravdepodobne zostane mierne podporná.

VYHLIADKY NA BLÍŽIACI SA VRCHOL ÚROKOVÝCH SADZIEB V USA PODPORUJÚ FINANČNÉ TRHY

Po marcových turbulenciách na finančných trhoch, ktoré vyvolalo napätie v americkom bankovom sektore a kríza významnej švajčiarskej banky, slabšie ekonomické údaje v USA v apríli podľa očakávaní posunuli pozornosť trhov čoraz viac na otázky rastu. Hoci slabnúca ekonomická dynamika spôsobuje zvýšenú neistotu, finančné trhy interpretovali tento vývoj predovšetkým ako znak toho, že vrchol úrokových sadzieb – najmä v USA – sa pravdepodobne dosiahne už čoskoro. To nedávno istým spôsobom podporilo akciové trhy: napríklad index S&P 500 si od konca marca do 18. apríla pripísal okolo 0,6 %, zatiaľ čo index Stoxx Europe 600 vzrástol za rovnaké obdobie o viac ako 1,7 %. Výnosy 10-ročných amerických štátnych dlhopisov v tomto období vzrástli približne o 20 bázických bodov po tom, ako v marci klesli približne o 60 bázických bodov. Výnosy 10-ročných nemeckých dlhopisov Bund tiež vzrástli, a to o necelých 25 bázických bodov. Výsledný nižší rozdiel vo výnosoch amerických a nemeckých štátnych dlhopisov a pokračujúce reštriktívne očakávania trhov v oblasti kľúčových úrokových sadzieb pre eurozónu v apríli výrazne podporili euro: výmenný kurz eura voči doláru naďalej posilňoval a miestami dokonca prelomil hranicu 1,10. Na komoditných trhoch cena zlata od konca marca do 18. apríla vzrástla približne o 1 %, zatiaľ čo cena ropy Brent sa počas tohto obdobia – napriek oznámeniu OPEC+, že od mája plánuje znížiť ťažbu ropy – pohybovala zväčša do strany a naposledy sa uvádzala na úrovni približne 85 USD za barel (k 18. aprílu 2023).

Alokácia aktív – správa nášho portfólia

Aktívum		Skupina investícií	Investičný výhľad		
			Negatívny	Neutrálny	Pozitívny
Hlavné triedy aktív		Globálne akcie	○	●	○
		Globálne dlhopisy	○	●	○
		Peňažné trhy	○	●	○
		Alternatívy	○	●	○
Hlavné triedy aktív podrobne	Akcie	USA	○	●	○
		Európa	○	●	○
		Tichomorie (RT ¹)	○	●	○
		Rozvíjajúce sa trhy	○	●	○
	Dlhopisy	Štátne dlhopisy EMÚ	○	●	○
		Štátne dlhopisy mimo EMÚ	○	●	○
		Podnikové dlhopisy investičného stupňa EUR	○	○	●
		Podnikové dlhopisy s vysokým výnosom	●	○	○
		Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov	○	○	●
	Komodity	Ropa	○	●	○
		Zlato	○	○	●

¹RT= Rozvinuté trhy (Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)

Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

NEUTRÁLNY KU GLOBÁLNYM AKCIÁM

Odolnosť makroekonomickej situácie vyvolala oživenie akcií, ale riziko spomalenia rastu výnosov v nadchádzajúcich mesiacoch je vysoké, vzhľadom na oneskorený efekt vyšších úrokových sadzieb. Výber sektorov a akcií je čoraz dôležitejší.

NEUTRÁLNY K EURÓPSKYM AKCIÁM

Reštriktívna politika ECB, ale oživenie indexov PMI v prvom štvrtroku a rastúca priemyselná produkcia. Lacné ocenenie, hodnotová/cyklická prepojatosť a podhodnotenie investorov podporujú európske akcie napriek pretrvávajúcemu vysokému geopolitickému riziku (vojna Rusko/Ukrajina).

NEUTRÁLNY K AMERICKÝM AKCIÁM

Stále silný trh práce a odolnosť príjmov, ale rastúca neistota v dôsledku obáv z úverovej krízy/recesie. Vysoké ocenenie robí americké akcie zraniteľnými v prípade oslabenia ekonomiky.

NEUTRÁLNY K AKCIÁM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

Čínska ekonomika ťaží z opätovného otvorenia hospodárstva a podpornej menovej a fiškálnej politiky. Celkovo sú ocenenia pre akcie rozvíjajúcich sa trhov lacné. Narastajúca konfrontácia medzi USA a Čínou je hlavným zdrojom obáv. Dôrazne sa odporúča selektívnosť krajín a sektorov rozvíjajúcich sa trhov.

NEUTRÁLNY K AKCIÁM TICHOMORSKÉHO REGIÓNU

Opätovné otvorenie čínskej ekonomiky je pozitívne, ale v strednodobom až dlhodobom horizonte existuje viac neistoty, keďže Bank of Japan pod vedením Kazua Uedu by mohla byť nútená opustiť politiku riadenia výnosovej krivky a zvýšiť úrokové sadzby v prípade prehrievania ekonomiky. To pravdepodobne povedie k silnejšiemu japonskému jenu a ovplyvní akciové trhy, najmä exportérov.

NEUTRÁLNY KU GLOBÁLNYM DLHOPISOM

Očakáva sa, že konkurencieschopné výnosy a hlavné centrálné banky budú postupne menej jastrabie/expanzívne, hoci jadrová inflácia vykazuje známky stagnácie.

ZVÝŠENIE VÁHY K EUROVÝM PODNIKOVÝM DLHOPISOM INVESTIČNÉHO STUPŇA

Atraktívne výnosy, ale vzhľadom na relatívne tesné rozpätia zvyšujeme náš vysokokvalitný, selektívny a defenzívny sklon vzhľadom na potenciál prudkého oslabenia makroekonomickej situácie.

NEGATÍVNY K PODNIKOVÝM DLHOPISOM S VYSOKÝM VÝNOSOM

Rozpätia zatiaľ úplne nezohľadňujú možné ekonomické spomalenie, najmä v USA, v dôsledku prísnejších podmienok pre poskytovanie úverov. Táto trieda aktív je tiež relatívne menej likvidná.

NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM EMÚ

Napriek vysokej jadrovej inflácii očakávame, že ECB bude citlivá na spomalenie ekonomiky a/alebo obavy z úverovej krízy.

NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM MIMO EMÚ

Konkurencieschopné výnosy a Fed je blízko k obratu napriek stagnujúcej inflácii základných služieb.

ZVÝŠENIE VÁHY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

Podporujú ho očakávania obratu Fedu a oslabenie USD. Zostávame defenzívni a selektívni a vyhýbame sa krajinám s vysokým zahraničným dlhom a deficitom bežného účtu.

NEUTRÁLNY K PEŇAŽNÝM TRHOM

Zaujímavé výnosy, ale radšej investujeme do výnosnejších tried aktív s pevným výnosom, ako sú štátne dlhopisy, eurové podnikové dlhopisy IG a dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov.

NEUTRÁLNY K ALTERNATÍVAM

Ponúkajú portfóliám možnosti dekorelácie, zatiaľ čo reálne aktíva ťažia zo svojej úlohy zabezpečenia proti inflácii.

NEUTRÁLNY KU KOMODITÁM

Sú penalizované obavami z globálneho spomalenia, ale podporované opätovným otvorením čínskej ekonomiky.

POZITÍVNY K ZLATU

Podporujú ho očakávania poklesu sadzieb v USA, slabší dolár a rastúca neistota.

MENY

Očakáva sa ďalšie oslabenie USD v dôsledku menej reštriktívneho Fedu a oslabenia americkej ekonomiky.

Ako investovať

Investičné nápady v aktuálnom scenári



AKTUÁLNY SCENÁR

MENOVÁ POLITIKA

Americká centrálna banka (Fed) bude pokračovať v presadzovaní svojho cieľa, ktorým je boj s infláciou, aj keď plánovaný vrchol úrokových sadzieb sa blíži. V marci Fed zvýšil kľúčovú úrokovú sadzbu na 5 % a očakávame, že kľúčové úrokové sadzby dosiahnu vrchol v máji po konečnom zvýšení o 25 bázických bodov. Očakávame, že Európska centrálna banka (ECB) bude po marcovom zvýšení úrokových sadzieb o 50 bázických bodov pokračovať v sprísňovaní. Depozitná sadzba sa pravdepodobne opäť zvýši o 25 bázických bodov v máji, ako aj v júni a júli, čím by sa dostala na svoj vrchol 3,75 % v polovici tohto roka. Zníženie úrokových sadzieb stále neočakávame skôr ako v polovici roka 2024.

INFLÁCIA

Inflácia v USA by sa mala do konca roka 2023 zmierniť na približne 3 % a potom do polovice roka 2024 na 2 %. Najnovšie údaje o inflácii za marec potvrdzujú, že proces dezinflácie mnohých zložiek koša indexu spotrebiteľských cien pokračuje: celková miera inflácie bola v marci medziročne na úrovni 5,0 % (pokles zo 6,0 % vo februári), zatiaľ čo jadrová miera inflácie zostáva vytrvalo vysoká nad 5 %. Inflácia v eurozóne má klesajúci trend, podobne ako v USA, hoci jadrová sadzba ešte nedosiahla svoj vrchol.

HOSPODÁRSKY RAST

Americká ekonomika sa naďalej ochladzuje, ako naznačujú nedávno zverejnené predstihové ukazovatele. Očakávame, že toto spomalenie bude pokračovať a americká ekonomika vstúpi do miernej recesie približne v polovici tohto roka. Ekonomické údaje a údaje trhu práce v eurozóne sa v poslednom období držia na dobrej úrovni. Solídny stav ekonomiky by tak mal do značnej miery kompenzovať hroziace riziká vyplývajúce z oslabenia úverového cyklu, ako aj turbulencie na finančných trhoch v dôsledku napätia v americkom bankovom sektore a udalostí týkajúcich sa veľkej švajčiarskej banky.

AKO INVESTOVAŤ

INVESTÍCIE DO DLHOPISOV

Podnikové dlhopisy v súčasnosti celkovo vykazujú veľmi atraktívne výnosy. Z hľadiska profilu rizík a výnosov – vzhľadom na relatívne vysokú úroveň referenčných výnosov a vzhľadom na súčasné úverové rozpätia – odporúčame zvýšiť alokáciu do vysokokvalitných podnikových dlhopisov investičného stupňa (IG), ktoré sú odolnejšie v prípade zhoršenia makroekonomickej situácie.

NAŠA PREDSTAVA: VYSOKOKVALITNÉ PODNIKOVÉ DLHOPISY INVESTIČNÉHO STUPŇA

Minulý rok sme boli svedkami rýchleho posunu od situácie extrémne nízkych úrokových sadzieb k normálnejšiemu kontextu. Rok 2022 bol z hľadiska celkového výnosu eurových podnikových dlhopisov investičného stupňa najhorším rokom v histórii (– 14 %); od polovice októbra 2022 do začiatku marca sme zaznamenali známky oživenia, keďže investori začali oceňovať vrchol inflácie a centrálné banky sa otáčali, zatiaľ čo rozpätia sa zotavili z postpandemických maxím. V marci trhy zažili novú vlnu volatility – s útekem ku kvalite do štátnych dlhopisov a rozširovaním úverových rozpätí, najmä v prípade finančných cenných papierov – v dôsledku krízy regionálnych bánk v USA a jej presahovania na slabších globálnych hráčov.

Pokiaľ ide o budúcnosť, napriek tejto neočakávanej fáze averzie voči riziku si myslíme, že z hľadiska pomeru rizika a výnosu sú vysokokvalitné podnikové dlhopisy investičného stupňa tým správnym miestom na investovanie. Spájajú dobré ocenenie, presvedčivý výnos (okolo 4 % k 13. aprílu) a príťažlivé úverové rozpätia, najmä po nedávnom rozšírení. V súčasnosti vysoko hodnotené segmenty dlhopisov investičnej úrovne v eurách, ako napríklad segment A, ponúkajú výnosy podobné tým, ktoré ponúkali dlhopisy s vysokým výnosom v eurách pred rokom.

Celkovo sú úverové základy dlhopisov investičnej úrovne silné: solídne súvahy, lepšie než očakávané zisky, zdravé hotovostné zostatky a úrovne finančnej páky, ktoré nie sú natiiahnuté v porovnaní s ich dlhodobými priemermi, umožňujú európskym spoločnostiam čeliť aj náročnému trhovému prostrediu v pohodlnej pozícii. Miera zlyhania by mala zostať nízka, aj keď sa očakáva viac zlyhaní v dôsledku sprísňujúcich sa úverových podmienok po nedávnych turbulenciách v bankách a spomaľujúcom sa hospodárstve.

Technická stránka je dobrá: čistá ponuka by mala byť do konca roka nízka v dôsledku vysokých hotovostných pozícií, obmedzenej aktivity v oblasti fúzií a akvizícií a konzervatívnej finančnej politiky spoločností. Po silnom začiatku roka a stagnácii v marci v dôsledku napätia na trhu by sa mal dopyt vrátiť k dlhopisom investičnej úrovne – ktoré sú zvyčajne prvé, ktoré prilákajú kupcov orientovaných na výnosy po období volatility – čo poskytuje kompenzáciu k ukončeniu kvantitatívneho uvoľňovania ECB.

V druhej polovici roka 2023 sa zvyšovanie sadzieb pravdepodobne zastaví v kontexte zmierňujúceho sa hospodárskeho cyklu a klesajúcej volatility základných výnosov, čo je najpriaznivejší scenár pre vysokokvalitné dlhopisy investičnej úrovne. Selektia úverov však bude aj naďalej nevyhnutnosťou v boji proti rizikám chvosta – pri stále vysokej inflácii, neistej reakcii centrálnych bánk a politike kvantitatívneho sprísňovania a v náročnom hospodárskom prostredí by mohli vzniknúť nové epizódy volatility. Dlhodobí investori by to mali považovať za príležitosť na nákup.

INVESTÍCIE DO AKCIÍ

Makroekonomická odolnosť spustila oživenie akcií, ale riziko spomalenia rastu výnosov v nadchádzajúcich mesiacoch je vysoké vzhľadom na oneskorený efekt vyšších úrokových sadzieb. Výber sektorov a akcií je čoraz dôležitejší. Lacné ocenenie, hodnotová/cyklická predpojatosť a podhodnotenie investorov podporujú európske akcie napriek pretrvávajúcemu vysokému geopolitickému riziku. Americký trh je v súčasnosti charakterizovaný stále silným pracovným trhom a odolnosťou v oblasti výnosov, avšak rastúcou neistotou v dôsledku obáv z úverovej krízy a recesie. Vysoké ocenenia robia americké akcie zraniteľnými v prípade oslabenia ekonomiky.

NAŠA PREDSTAVA: UMELÁ INTELIGENCIA (AI)

ChatGPT je model založený na prirodzenom jazyku, určený na interakciu s používateľmi prostredníctvom konverzácií podobných ľudským. Je vyvinutý z rodiny modelov GPT (generatívny predtrénovaný transformátor) spoločnosti OpenAI. „Generatívnu umelú inteligencia“ možno opísať ako modely hlbokého učenia, ktoré sú trénované na veľkom množstve údajov (potenciálne na celom internete). Po tréňovaní sa stanú „základovým“ modelom. Parametre tohto modelu sa potom upravujú a aktualizujú tak, aby sa z nich stali nové modely, špecifickejšie a špecializovanejšie.

ChatGPT s rekordným počtom jedného milióna používateľov dosiahnutým za päť dní je najlepším príkladom zrýchľujúceho sa tempa osvojenia spotrebiteľmi a predstavuje „iPhone moment“ pre umelú inteligencia. Úspech iPhone bol v podstate spojený so skutočnosťou, že umožnil komukoľvek (od detí až po starších ľudí) používať „pokročilé technológie“ vďaka mimoriadne intuitívnemu používateľskému rozhraniu. Jeho funkčnosť a prijatie boli okamžite posilnené zavedením obchodu App Store, ktorý umožnil tretím stranám vyvíjať a komercializovať nové podnikateľské nápady. Podobne aj ChatGPT sa rýchlo stal populárnym najmä medzi „neodborníkmi“ vďaka jednoduchému rozhraniu, ktoré používateľovi ponúka odpovede na skutočné potreby, dokonca aj tie zložité, pre osobné a každodenné použitie.

Všetky veľké technologické spoločnosti spolu s rôznymi startupmi začali investovať do budovania svojho vlastného modelu s prirodzeným základom (Natural Foundation Model). Z krátkodobého hľadiska môže byť ťažké určiť investičné dôsledky ChatGPT, pretože náklady na túto inovatívnu technológiu budú spočiatku zatažovať financie spoločností, zatiaľ čo výnosy budú nasledovať s oneskorením. Spomedzi veľkých softvérových technologických spoločností budú mať najväčší úžitok tie, ktoré boli prvé, ako aj tie, ktoré nebudú trpieť „dilemou inovátora“, teda situáciou, v ktorej je spoločnosť, ktorá čelí novej technológii, nútená zvoliť si medzi jej neprijatím s rizikom straty potenciálnej konkurenčnej výhody alebo jej prijatím s rizikom kanibalizácie svojho existujúceho podnikania. Spolu so softvérovými spoločnosťami sú ďalšími víťazmi polovodičové spoločnosti vyvíjajúce čipy, ktoré sú motorom, na ktorom bežia algoritmy umelej inteligencie a poskytujú značný výpočtový výkon potrebný na tréňovanie modelov s prirodzeným základom.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

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
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	-3,7	4,7	-5,4	49,2	4,6	-3,7	48,9	9,2
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	-6,6	-5,1	-15,2	53,5	-16,6	-6,6	-3,8	4,1
MSCI USA (v USD)	-6,5	10,0	-0,8	51,6	7,6	-6,5	66,4	8,2
MSCI Európa (v EUR)	5,6	6,1	-11,9	31,5	10,1	5,6	43,0	11,4
MSCI AC Ázia Tichomoríe (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 (Nemecko v EUR)	10,0	-2,8	-12,7	41,7	-5,1	10,0	25,7	13,5
MSCI Taliansko (v EUR)	15,0	-5,2	-21,2	42,3	7,0	15,0	30,8	16,0
ATX (Rakúsko, v EUR)	2,6	-2,4	-35,4	56,7	8,9	2,6	10,5	5,1
SMI (Švajčiarsko, 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 yuanoch)	3,4	10,6	-4,4	34,7	-18,5	3,4	20,0	6,3
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Americké štátne dlhopisy 10 r (v USD)	-2,3	5,6	23,3	-6,4	-9,6	-2,3	7,6	4,0
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-2,3	4,4	15,3	-4,5	-7,1	-2,3	4,3	2,9
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-1,3	5,7	9,2	5,9	-9,1	-1,3	9,7	3,6
Nemecké dlhopisy Bund 10 r (v EUR)	-11,0	7,1	5,0	-1,5	-9,4	-11,0	-10,8	2,1
EUR štátne dlhopisy 1 r – 10 r (iBOXX, v EUR)	-10,3	2,3	3,7	2,7	-8,4	-10,3	-10,4	1,4
EUR podnikové dlhopisy 1 r – 10 r (iBOXX, v EUR)	-6,1	2,8	-1,6	6,5	-7,3	-6,1	-6,3	1,9
Výnosy dlhopisov (zmena v bázičkých bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
Americké štátne dlhopisy 10 r (v USD)	62	-36	-194	95	135	62	62	-29
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	113	-21	-198	42	183	113	119	-27
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	117	-18	-70	-84	191	117	136	-24
Nemecké dlhopisy Bund 10 r (v EUR)	162	-57	-47	15	112	162	185	-12
EUR štátne dlhopisy 1 r – 10 r (iBOXX, v EUR)	177	-12	-33	-26	111	177	216	-5
EUR podnikové dlhopisy 1 r – 10 r (iBOXX, v EUR)	207	-21	52	-103	161	207	297	-12
Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičkých bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (BofAML US Corporate Master)	9	7	119	-140	33	9	28	0
Americké podnikové dlhopisy (BofAML US High Yield)	98	40	379	-417	21	98	121	-25
Euro podnikové dlhopisy (BofAML Euro Corporate AAA-A)	18	10	73	-88	40	18	53	-4
Americké podnikové dlhopisy (BofAML Euro High Yield)	33	57	283	-334	122	33	161	-39
Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičkých bodoch)								
Libor (USD, 3 mesiace)	414	22	-148	-91	95	414	291	51
Euríbor (EUR, 3 mesiace)	369	2	7	-29	6	369	354	108
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (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
Švajčiarsky 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 (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	2,5	-6,0	33,2	0,9	9,3	2,5	41,5	10,2
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-21,3	-15,8	-19,3	59,6	31,5	-21,3	12,1	0,2
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	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

Upozornenie: Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na nákup a/alebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 20. 4. 2023.

Odmietnutie zodpovednosti

Táto publikácia spoločností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank AG (ďalej spoločne len „skupina UniCredit“) je určená širokej verejnosti a poskytuje sa bezplatne len pre informáciu. Nepredstavuje investičné odporúčanie alebo poradenskú činnosť zo strany skupiny UniCredit, a už vôbec nie ponuku pre verejnosť akéhokoľvek druhu ani výzvu na nákup alebo predaj cenných papierov.

Skupina UniCredit vrátane všetkých spoločností v skupine a ostatných spoločností skupiny UniCredit môže mať špecifický záujem vo vzťahu k emitentom, finančným nástrojom alebo transakciám uvedeným v tejto publikácii. Pozrite si, prosím, <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Akékoľvek odhady a/alebo hodnotenia uvedené v tejto publikácii predstavujú nezávislý názor skupiny UniCredit a rovnako ako všetky informácie v nej uvedené sú poskytnuté v dobrej viere na základe údajov dostupných k dátumu publikácie a prevzatých zo spoľahlivých zdrojov, majú však čisto orientačnú hodnotu a môžu sa kedykoľvek po zverejnení zmeniť, skupina UniCredit Group neposkytuje žiadne záruky za ich úplnosť, správnosť a pravdivosť a nepreberá za ne žiadnu zodpovednosť. Zainteresované strany preto musia vykonávať svoje vlastné hodnotenia investícií úplne samostatne a nezávisle, pričom sa musia spoliehať výlučne na svoje vlastné úvahy o podmienkach na trhu a dostupných informáciách celkovo, a to aj v súlade so svojím rizikovým profilom a ekonomickou situáciou.

Vezmite tiež na vedomie, že:

1. Informácie týkajúce sa minulej výkonnosti finančného nástroja, indexu alebo investičnej služby nenaznačujú budúce výsledky.
2. Ak je investícia denominovaná v inej mene, ako je mena investora, hodnota investície môže výrazne kolísať v závislosti od zmien výmenných kurzov a mať nežiaduci vplyv na ziskovosť investície.
3. Investície, ktoré ponúkajú vysoké výnosy, môžu po akomkoľvek znížení bonity podliehať značným cenovým výkyvom. V prípade bankrotu emitenta môže investor prísť o celý kapitál.
4. Investície s vysokou volatilitou môžu podliehať náhlym a značným poklesom hodnoty, pričom môžu v čase predaja generovať značné straty až do výšky celého investovaného kapitálu.
5. V prípade mimoriadnych udalostí môže byť pre investora ťažké predať alebo speňažiť určité investície alebo získať spoľahlivé informácie o ich hodnote.
6. Ak sa informácie týkajú konkrétneho daňového režimu, upozorňujeme, že daňový režim závisí od individuálnej situácie zákazníka a môže sa v budúcnosti zmeniť.
7. Ak sa informácie týkajú budúcich výsledkov, upozorňujeme, že nepredstavujú spoľahlivý ukazovateľ týchto výsledkov.

Skupina UniCredit nemôže byť žiadnym spôsobom zodpovedná za skutočnosť a/alebo škody, ktoré môžu komukoľvek vzniknúť pri použití tohto dokumentu, okrem iného vrátane škôd spôsobených v dôsledku strát, zmareného zisku alebo nerealizovaných úspor.

Obsah publikácie – vrátane údajov, noviniek, informácií, obrázkov, grafiky, nákresov, značiek a názvov domén – vlastní spoločnosť UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank AG, pokiaľ nie je uvedené inak, vzťahuje sa naň autorské právo a zákon o priemyselnom vlastníctve. Neudeluje sa žiadna licencia ani právo na používanie, a preto nie je dovolené reprodukovat' jej obsah, úplne alebo čiastočne, na akomkoľvek médiu, kopírovať ho, publikovať a používať na komerčné účely bez predchádzajúceho písomného súhlasu od skupiny UniCredit, okrem možnosti vytvárania kópií len na osobné použitie.



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



Adresa
Šancová 1/A,
813 33 Bratislava



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions