

# EKONOMIKA A TRHY

DUBEN 2023

Včetně podcastů

## Co se děje ve světě?

- Bilance bleskové bankovní krize: Několik padlých malých bank v USA a převzetí Credit Suisse ze strany UBS. Širší akciové indexy se rychle vzpamatovávají.
- Fed dál bojuje proti inflaci. Zvýšení sazeb o 25 bazických bodů je diplomaticky kosmetické.
- ECB se nenechává rozptýlit děním kolem bank a zvedá sazby dle plánu o 50 bazických bodů.
- ČNB ponechává sazby stabilní a krotí očekávání jejich brzkého poklesu.

## Co děláme v portfoliích?

- Náš postoj vůči akciím je aktuálně neutrální.



- Sektorově upřednostňujeme těžáře ropy a zemního plynu a defenzivní sektor zdravotnictví. Z témat máme zastoupeny alternativní energie.
- Regionální alokaci udržujeme poblíž neutrálního rozložení.
- Duraci dluhopisových portfolií držíme o něco kratší.



## Náš výhled na portfolia

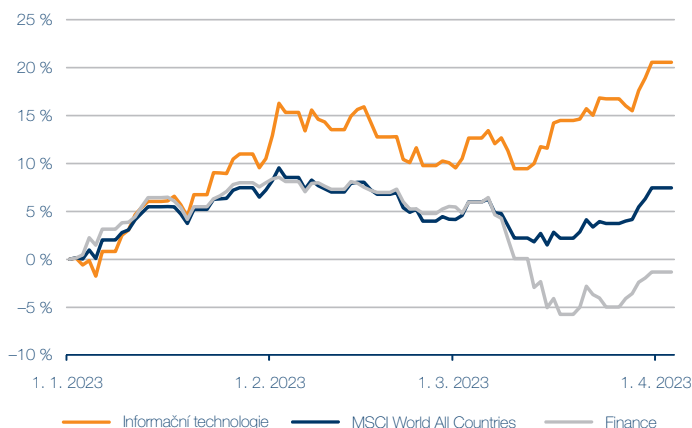
V březnu jsme zažili další mimořádný obrat ve vnímání globální makroekonomické situace a současné měnové politiky. Zatímco v únoru převládal názor, že ekonomiky jsou velmi silné, inflace příliš odolná a úrokové sazby nedostatečně nízké, v březnu přišel pád SVB (Silicon Valley Bank) a převzetí

Credit Suisse jejím konkurentem UBS. Možná podoba recese doznala jasnějších kontur a finanční trhy zachvátil strach naopak z příliš prudkého zvyšování sazeb. Následoval pád bankovních akcií, realitního sektoru a těžařů ropy a zemního plynu. Naproti tomu otloukání loňského roku informační technologie a komunikační služby ukázaly svaly a díky výraznému poklesu výnosů z dluhopisů propluly obdobím zvýšené nervozity velmi dobře. Preference těchto dvou segmentů trhu také pomohla omezit dopady turbulencí finančního sektoru do našich portfolií.

Strach ze šíření bankovní nárky dočasně potlačil dosavadní téma číslo jedna, inflaci. Trh předpokládá, že utažení kreditních (zápůjčních) podmínek na trhu a pokles ekonomické aktivity inflaci nakonec rychle srazí. Do popředí se místo toho dostala důvěra ve finanční systém a volba správných slov centrálními bankěři.

*Pavel Kopeček, portfolio manažer ČSOB Akciového (zodpovědného) a akciové složky ČSOB Bohatství*

## Bankovní krize srazila dobře našlápnutý sektor financí. Naopak očekávání nižších sazeb Fedu nastartovalo technologie (celková výkonnost akciových indexů vč. dividend)



Zdroj: Bloomberg.

## Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2023	2024	2023	2024
<b>CZ</b>	0,2	2,6	10,9	2,4
<b>EMU</b>	0,8	1,1	5,7	3,0
<b>USA</b>	1,4	0,6	4,4	2,2

Pozn. EMU a ČR harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP).

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.

## Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		04/2023	10/2023	04/2024
<b>CZK</b>	14denní repo sazba	7,00	7,00	6,00
	10letý dluhopis	4,68	4,59	4,53
	USD/CZK	21,61	22,92	22,48
	EUR/CZK	23,45	24,30	24,50
<b>EUR</b>	Depozitní sazba	3,00	3,50	3,75
	10letý dluhopis Německa	2,34	3,00	3,00
<b>USD</b>	Základní sazba*	5,00	5,25	5,25
	10letý dluhopis	3,53	4,05	4,00
	EUR/USD	1,09	1,06	1,09

\*) Horní hranice pásma.

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg, ČNB.

Pustě si naše podcasty s investiční tematikou.



Sledujte náš LinkedIn pro novinky ze světa investic.



## Bankovníctví jako obchod s důvěrou

V uplynulých týdnech se po dlouhé době objevilo téma kolapsu finančních institucí. To, co bylo smutnou rutinou minulé velké finanční krize v letech 2008 a 2009, na takřka patnáct let utichlo, aby se opět náhle vynořilo.

Shodou okolností je tomu přesně jeden rok, kdy Fed započal se svojí politikou zpřísnění sazeb. V březnu 2022 zvedl poprvé sazbu o 25 bodů na půl procenta. Mezitím učinil dalších devět kroků, aby horní hranice jeho sazby dosáhla 5 procent.

Takový monetární kvapík má své důvody ve jménu boje s inflací a snaze o zpětné navrácení cenové stability. Jako vedlejší efekt se však objevila zvýšená pravděpodobnost finanční havárie kdekoli po světě.

První ochutnávka přišla loni na podzim v podobě bouře nad britskými státními dluhopisy, které se rozkmitaly jako vysoce volatilní akcie a vedly k nucenému přepracování návrhu britského rozpočtu.

### Banka ze Silicon Valley

Druhá kapitola se právě rozepsala. Silicon Valley Bank byla hlavní bankou pro americký start-upový ekosystém. Šokující pro mě je, že banka nezkrachovala na klasickém problému s kreditním rizikem a problémovými půjčkami, nýbrž na zcela amatérském řízení bilance a přehlížení úrokového rizika.

Rozvaha banky byla specifická, vklady od podnikatelské komunity měla na jedné straně, na straně pasiv už však s nimi banka neměla jak naložit. Banka nenabízela půjčky či hypotéky v dostatečném objemu a management se rozhodl volné prostředky alokovat do amerických vládních dluhopisů se střední a delší splatností.

Jistý úrokový výnos byl v pořádku v dobách nízkých sazeb. Prudký nárůst sazeb za poslední rok však vedl k masivním ztrátám z přecenění aktiva, které je bráno za nejbezpečnější na světě. Úrokové riziko nad nejbezpečnějším aktivem na světě stáhlo banku do krize likvidity, ze které už se nedostala. Likvidita najednou nebyla, banka nezvládla upsat nový kapitál a instituce ztratila důvěru, což vedlo k jejímu kolapsu.

### Bankovní krize

Bankovní krize přicházejí s pravidelností napříč ekonomickými cykly. Významná krize

se v USA odehrála v roce 1907 v časech burzovního poklesu a rostoucích úrokových sazeb. Několik menších bank nebylo schopno uspokojit požadavky klientů na výběr vkladů. Co je pro někoho problém, je pro jiné příležitost.

Vážený podnikatel John Piermont Morgan oslovil své finanční kontakty, svolal je na zasedání k němu domů a společně s Ministerstvem financí domluvili a zajistili dodatečné vklady prostředků do potácejících se bank. Tímto gestem důvěry zastavili krizi.

Pro Morgana to nebyla nová operace, podobný krok se mu povedl v předcházející krizi v roce 1893. Je třeba dodat, že bankéř Morgan v prachu paniky převzal mimo řady výrobních podniků také šest bank a krizi dokonale přetavil v příležitost.

Po zkušenosti s touto krizí se začaly objevovat hlasy po vzniku všeobecně uznávané autority s pravomocemi. V roce 1913 byl založen Fed v jeho dnešní podobě, aby se případná záchrana nemusela spoléhat na dobrou vůli osvěcených milionářů či miliardářů. Od té doby svět financí zažil bankovní krizi mnohokrát a schéma je vždy podobné.

### Pojištění vkladů

Centrální banka samotná však na uklidňování paniky nestačila. Když USA otřásala bankovní krize v roce 1933 a banky i burza byly několik dní uzavřené, prezident Franklin D. Roosevelt rozhodl o založení FDIC, Federálního úřadu pro pojištění vkladů. Limit je v USA v současnosti nastaven na úrovni 250 tisíc dolarů. I když je to poměrně vysoká hranice, až 97 procent vkladů u Silicon Valley Bank nebylo pojištěno.

V zemích Evropské unie je výše pojištění vkladů nastavena na 100 tisíc eur, kam se dostala svým 100procentním navýšením uprostřed dluhové krize v roce 2010.

Vidíme, že v každé krizi bývá tendence hranici pojištěných vkladů navyšovat. V časech bankovní krize bývá asistence vlády oceňována jako prostředek k obnovení důvěry, o čemž se pravidelně přesvědčujeme již více než 100 let. Pojištění vkladů je klíčová věc pro podporu bankovní důvěry.

### Švýcarské problémy

Credit Suisse vyšla posílena z krize roku 2008, když jako jedna z mála světově významných bank nepotřebovala vládní

asistenci. Oproti tomu do UBS byly nasypány vysoké desítky miliard franků ze strany vládního i soukromého kapitálu. Situace se však otočila a Credit Suisse si začala pohrávat s důvěrou.

Množství skandálů v posledních letech bylo nekonečné, posuďte sami. Asistence při daňových únicích klientů, vyšetřování korupce, najímání soukromých detektivů pro špehování vlastních zaměstnanců, skandál s Greensill Capital a tak dále. Kolaps Archegos Capital Management znamenal ztrátu pět miliard dolarů. A zcela jistě jsem na něco zapomněl.

Každý jednotlivý skandál ukusoval z jablka důvěry, až nakonec zbyl docela malý ohryzek. Hospodaření Credit Suisse bylo v posledních letech značně ztrátové, loni ztráta dosáhla necelých šest miliard franků, což už je slušná eroze kapitálu.

V posledních měsících klienti začali vybírat vklady, což je pro každou banku zatáčka smrti. Nakonec Credit Suisse převzala UBS za pouhé tři miliardy franků, zřejmě pod nuceným nátlakem ze strany švýcarského regulátora. Vše se upeklo náhle přes víkend a hlavní dva subjekty na trhu splynuly v jeden, dokonce bez hlasování akcionářů.

Myslím si však, že standardní fúzi by regulátor v normálních dobách nepovolil právě kvůli eliminaci konkurence. Teď však přišly krizové časy. Důvěra ve švýcarské bankovníctví je otřesena i vzhledem k rozhodnutí švýcarského regulátora FINMA o vynulování hodnoty 16 miliard franků podmíněně konvertibilních dluhopisů, zatímco akcionáři Credit Suisse dostali výměnou za své akcie část akcií UBS.

Tímto krokem se porušila zaběhnutá konvence a byla narušena hierarchie investorů při krachu. Důvěra v Credit Suisse se ztratila jako pára nad hmcem a její historie se přestala psát po 167 letech.

Jaroslav Vybíral, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Psáno pro Forbes.cz.



## Upozornění:

Materiál *Ekonomika a trhy* je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 3. 4. 2023). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství, nepředstavuje analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani veřejnou nabídku. O případné vhodnosti investičního nástroje uvedeného výše se poraďte s vaším Premium bankéřem.