



# »» Problém, o kterém se nemluví

Jak se vypořádat s nejistotou  
před volbami v USA

Investiční strategie skupiny

Výhled č. 2/2024

# Index

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	9
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	13
SLOUPKY	18





# Souhrnný přehled

Problém, o kterém se nemluví



## MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Nejnovější ekonomické údaje naznačují stabilní růst americké ekonomiky v prvním čtvrtletí roku 2024. Klíčové ukazatele, jako je index ISM pro sektor služeb, rostou. Trh práce zůstává silný, údaje za únor jsou stabilní, i když míra nezaměstnanosti vzrostla víc, než se očekávalo. Přes zpomalení ekonomiky, ke kterému by dle očekávání mělo do poloviny roku dojít, předpokládáme pro rok 2024 celkové tempo růstu kolem 2 %.

Na druhou stranu ekonomika eurozóny možná dosáhla svého dna, neboť její ukazatele jsou slabé, ale stabilizují se. Navzdory rostoucím úrokovým sazbám se region vyhnul recesi, mimo jiné díky daňovým úlevám a odolnému trhu práce.

V únoru pokračovalo oživení čínské ekonomiky, zejména v sektoru služeb, a to díky zvýšenému domácímu cestovnímu ruchu během čínského nového roku. Cílem vlády je v roce 2024 udržet růst HDP na úrovni přibližně 5 % a zaměřit se na změnu růstového modelu, který by se odklonil od nadměrné závislosti na vývozu a nemovitostech. Mezi hlavní oblasti zájmu patří elektromobily, vodíkové pohony, nové materiály, léčiva, komerční letectví a stabilizace sektoru nemovitostí. Očekává se, že hlavní roli bude hrát daňová podpora, zatímco měnová politika může zahrnovat symbolické snížení úrokových sazeb.



## INFLACE A MĚNOVÁ POLITIKA

Předseda Federálního rezervního systému (Fed) Powell během dvou slyšení před finančním výborem amerického Kongresu potvrdil plán Fedu na snížení úrokových sazeb pro letošní rok. Zdůraznil však opatrný přístup a poukázal na možný zvrát inflačního vývoje, pokud by se měnové otěže uvolnily příliš brzy nebo příliš. K prvnímu snížení úrokových sazeb dojde s největší pravděpodobností kolem poloviny roku.

Evropská centrální banka (ECB) ponechala v březnu svou měnovou politiku beze změny, ale revidovala prognózy inflace směrem dolů, čímž učinila důležitý krok ke snížení úrokových sazeb. Vzniká dojem, že ECB s ohledem na faktory, jako je odolný trh práce a nejistota ohledně neutrální klíčové úrokové sazby, usiluje o pomalejší tempo snižování úrokových sazeb. Nadále se domníváme, že červen je nejpravděpodobnějším termínem pro počáteční snížení sazeb, po kterém bude následovat postupné snižování o 25 bazických bodů za každé čtvrtletí.



## FINANČNÍ TRHY

Finanční trhy zaznamenaly smíšené výsledky. Akcie, včetně hlavních indexů jako S&P 500, Euro Stoxx 50, Dax a Nikkei 225, dosáhly nových historických maxim. Přispěly k tomu pozitivní ekonomické údaje, které rozptýlily obavy z recese. Na druhé straně státní dluhopisy čelily problémům v důsledku očekávání, že dojde k odloženému snížení úrokových sazeb. Zlato vystoupalo na nové maximum pod vlivem údajů z amerického trhu práce a náznaků předsedy Fedu Powella ohledně možného budoucího snížení úrokových sazeb. Ceny ropy vykazovaly zvýšenou volatilitu v důsledku geopolitické nejistoty a pravděpodobnosti, že značný počet menších členských států OPEC nedodrží dohodnuté snížení produkce. Euro zůstalo vůči americkému dolaru relativně stabilní.

# Dopis investičních ředitelů

Zřejmě přetrvávají podmínky pro pozitivní rok 2024

Aktiové trhy v průmyslových zemích mají za sebou poměrně pozitivní začátek roku 2024. Například evropské akcie, měřeno příslušným indexem MSCI, vzrostly v prvních dvou měsících o 3,3 %, severoamerické akcie dokonce o 6,3 % a akcie v průmyslových zemích tichomořského regionu přibližně o 4 %. Pouze index rozvíjejících se trhů je stále v záporných hodnotách (-0,3 %). V důsledku toho se ukazatele výkonnosti v Evropě a USA v prvních dvou měsících ve srovnání s předchozím rokem zhruba obrátily.

Také v rámci Evropy jsou mezi jednotlivými zeměmi patrné rozdíly. Z významných zemí vedou britské a italské akcie, zatímco španělské akcie (s negativní výkonností) zaostávají. Francouzské a německé akcie byly v lednu a únoru mírně nad evropským průměrem. Zejména němečtí klienti jsou někdy překvapeni silnou výkonností německých akcií navzdory poněkud pochmurné náladě v zemi. Německá vláda nedávno výrazně snížila svou vlastní ekonomickou prognózu a pro rok 2024 očekává jen minimální růst. Silná výkonnost akcií na začátku roku se však zdá být vysvětlitelná, pokud se na ni podíváme ze střízlivého pohledu. Konsenzuální odhady očekávají mírný růst výnosů a stejně tak mírné zrychlení ekonomické aktivity a stabilní **vývoj světové ekonomiky**<sup>1)</sup>. To znamená, že mírné zvýšení poměru ceny k zisku, který se v loňském roce pohyboval na úrovni recese, může být jistě odůvodněné.

Při pohledu na rok 2023, kdy silný začátek roku vedl k příjemně vysokým celoročním výsledkům, se nás v současné době mnoho zákazníků ptá, zda můžeme vzhledem k dalšímu slušnému začátku roku očekávat solidní celoroční výsledky. Ve skutečnosti lze za posledních 25 let rozpoznat zajímavé statistické korelace. Pojďme porovnat kumulativní výkonnost indexů MSCI Europe a MSCI North America v lednu a únoru s odpovídající celoroční výkonností za každý rok od roku 1999. V Evropě jsme z 25 let napočítali 14 let s kladnou výkonností za leden a únor. Ve 12 z těchto 14 let byla celoroční výkonnost kladná. To tedy znamená, že celoroční výkonnost byla záporná pouze ve **dvou ze 14 let**<sup>2)</sup> s kladným začátkem roku v prvních dvou měsících. Průměrná hodnota roční výkonnosti za 12 let s kladným začátkem roku a následnou kladnou celkovou roční výkonností činila 15,5 %. Výsledky za leden a únor tvořily o něco víc než polovinu celoročních výsledků. V případě záporného začátku roku (11 let z 25) byla průměrná výkonnost za rok -7 %. Analýza je podobná i v případě USA. Ve 13 z 25 let byl zaznamenán kladný začátek roku, v 10 z nich byla kladná i celková roční výkonnost, která pak v průměru dosahovala téměř 20 %. Pouze podíl lednových a únorových výsledků na celoročních výsledcích byl znatelně nižší než v Evropě, a to přibližně 25 %. A průměrná celoroční výkonnost v letech se záporným začátkem roku byla pouze -1 %. Je důležité poznamenat, že jde o čistě statistickou analýzu s omezenou vypovídací schopností pro konkrétní rok.

Silný začátek roku pro severoamerické akcie vyvolává další statistickou otázku, protože je znatelně tažen několika velmi velkými podniky, stejně jako silná celková výkonnost v roce 2023. Vezmeme-li si jako příklad 500 největších amerických akciových společností, pak deset největších akcií se v prvních dvou měsících roku podílelo na celkové výkonnosti z poloviny. Jinými slovy, (hypotetický) index S&P 490 by měl v průměru jen poloviční výkonnost než index S&P 500, přičemž deset největších akcií by tvořilo přibližně třetinu (měřeno tržní kapitalizací). Zajímavé je, že rozložení výkonnosti bylo v loňském roce velmi podobné: celkový index měl zhruba dvojnásobnou výkonnost než hypotetický index bez deseti největších akcií. Je tu však jeden významný rozdíl. Zatímco všech deset největších jednotlivých akcií mělo v loňském roce kladnou výkonnost, na začátku tohoto roku měly dvoje akcie negativní výkonnost. V Evropě jsou rozdíly ve výkonnosti podle velikosti podniku méně výrazné. U investic do amerických akcií však vyvstává otázka, zda se vzhledem k celkově silné ekonomice v USA nezvýší podíl podniků, jejichž akcie nepatří k deseti největším,

<sup>1)</sup> Velké německé akciové společnosti jsou většinou nadnárodní skupiny se silnou exportní orientací, pro jejichž hospodářské vyhlídky je globální ekonomika důležitější než domácí hospodářská situace.

<sup>2)</sup> Těmito dvěma negativními roky s kladným začátkem roku a celoroční zápornou výkonností byl rok 2000, kdy praskla dotcomová bublina, a rok 2011, kdy se na evropských indexech podepsal nástup evropské dluhové krize.



na celkové výkonnosti a zda by se portfolia, která doposud výrazně těžila z výkonnosti největších akcií, neměla poněkud rozšířit.

Vzhledem k možným transatlantickým rozdílům se zdá, že ve střednědobém horizontu, tj. včetně roku 2025, jsou vývoj ekonomiky i příležitosti k růstu zisku v USA příznivější než v Evropě. Kromě toho by případné druhé funkční období Donalda Trumpa jako prezidenta USA (viz kapitola Pohled zblízka) mohlo mít pro evropské podniky potenciálně negativní důsledky. Ačkoli by evropští investoři neměli investice do amerických akcií opomíjet, určitá míra opatrnosti se zdá být na místě, protože v současné době se americká ekonomika stále ochlazuje. To znamená, že čtvrtletní tempa růstu v USA budou pravděpodobně postupně nejméně do poloviny roku klesat. Skutečná recese se záporným tempem růstu je však nepravděpodobná. Tempo růstu v USA by se mohlo v druhé polovině roku opět zrychlit. Při investování v USA by měli investoři vždy sledovat možné kurzové vlivy. Očekávaný cyklus snižování úrokových sazeb by totiž mohl snížit úrokový diferenciál mezi americkým dolarem a eurem, což by mohlo vést k oslabení amerického dolaru vůči euru. Kromě toho by politická opatření případného Trumpova prezidentství mohla být zaměřena na oslabení amerického dolaru s cílem podpořit americkou exportní ekonomiku. Z těchto důvodů se zdá být vhodná obezřetná investiční politika.

Pokud jde o otázku váhy cyklických a defenzivních sektorů v portfoliu, zaznamenali jsme, že cyklické akcie se v loňském roce navzdory prudkému růstu cen akcií pohybovaly spíše ve středu a v dolní části „tabulky výkonnosti“, zatímco méně cyklické obchodní modely dokázaly nabídnout vyšší výnosy. Mohlo by se to v letošním roce změnit, tj. mohla by cyklická odvětví přilákat větší zájem investorů? To se zdá být jistě možné. Důležitým předpokladem pro trvalé zlepšení výkonnosti cyklických sektorů by však podle našeho názoru bylo oživení světové ekonomiky. V současné době se však USA, které jsou v současnosti motorem světového růstu, stále nacházejí v režimu ochlazování. Potvrzení, že americká ekonomika dosáhla svého dna, by proto podle našeho názoru bylo žádoucím předpokladem pro to, aby investiční portfolia víc investovala do cyklických odvětví. Takové potvrzení bychom mohli získat v druhé polovině roku.

Nakonec se podívejme na dluhopisové trhy, které se na začátku roku vyvíjely opačným směrem než akciové trhy. Zatímco akcie měly solidní start, ceny dluhopisů klesaly. Důvodem byla přehnaná euforie na konci loňského roku, kdy trhy spoléhaly na příliš rychlé a silné snížení úrokových sazeb. Zdá se, že nyní již dochází k nezbytné adaptaci na realitu stále překvapivě silné ekonomiky, zejména v USA. A centrální banky signalizují, že se blíží začátek očekávaného cyklu snižování úrokových sazeb. Snížení úrokových sazeb by spolu se silným hospodářským růstem a další normalizací inflace pravděpodobně v podstatě představovalo pozitivní impuls pro dluhopisy i akcie. Přesto nelze, zejména po silném začátku roku, vyloučit určitou volatilitu akcií v souvislosti s očekávaným začátkem cyklu snižování sazeb. Zdá se však, že nadále zůstávají zachovány podmínky pro to, aby smíšená portfolia měla příznivý rok.

**MANUELA D'ONOFRIO**, ředitelka oddělení investiční strategie skupiny

**PHILIP GISDAKIS**, investiční ředitel Německo, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, investiční ředitel Itálie, UniCredit SpA

**OLIVER PRINZ**, spoluředitel pro investice, UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG

# Pohled zblízka

Prezidentské volby v USA: Další verze duelu z roku 2020 vrhá stín na další vývoj

V roce, kdy k volbám přijdou víc než čtyři miliardy lidí ve více než 70 zemích (viz také únorový měsíční výhled), vrhají nadcházející prezidentské volby v USA, které se uskuteční 5. listopadu, svůj stín na další vývoj a stále víc se dostávají do centra pozornosti světových finančních trhů. Chceme se proto na tyto přelomové volby podívat již na začátku roku a probrat možné důsledky pro globální finanční trhy a investiční strategii.

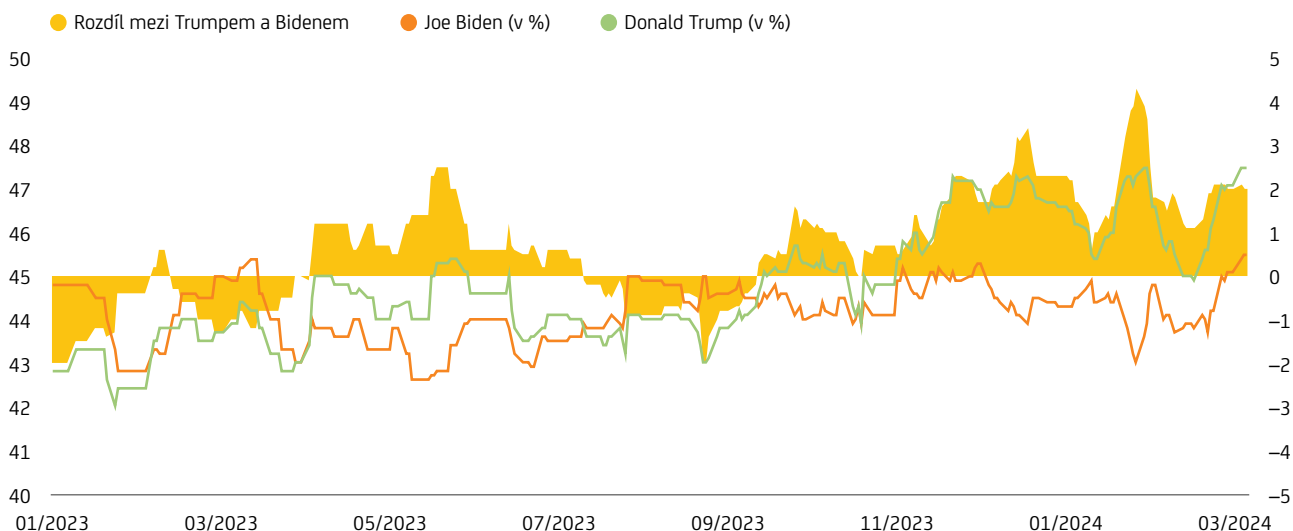
## RÝSUJE SE DALŠÍ STŘET MEZI JOE BIDENEM A DONALDEM TRUMPEM

Před čtyřmi lety si Biden zajistil vítězství poměrem 306 ku 232 hlasům ve sboru volitelů a poměrem hlasů 51,3 % ku 46,9 %. V sedmi státech, kde demokraté a republikáni mívají vyrovnané šance (tzv. **swing states**)<sup>3)</sup> však byl Bidenův náskok jen nepatrný. Republikánské primárky ještě oficiálně neskončily a oficiální nominační sjezdy republikánů a demokratů, na nichž každá strana oficiálně představí svého prezidentského kandidáta, se budou konat až v červenci, respektive srpnu. Poslední vnitrostranická soupeřka bývalého prezidenta Donalda Trumpa Nikki Haleyová odstoupila z boje o republikánskou prezidentskou kandidaturu poté, co v primárkách během „superúterý“ na začátku března skončila ve 14 z 15 států daleko za Trumpem. Stále zřetelněji se tak rýsuje další střet mezi současným prezidentem a jeho bezprostředním předchůdcem. Pokud lze věřit průzkumům veřejného mínění, lze očekávat, že oba kandidáty čeká vyrovnaný souboj. Většina průzkumů v současnosti ukazuje mírný náskok Donalda Trumpa (viz graf 1). Průzkumy realizované v rané fázi přípravy na prezidentské volby však mají často jen omezený význam. Celostátní průzkumy veřejného mínění navíc odrážejí obecnou náladu. Vzhledem k **americkému volebnímu systému**<sup>4)</sup> však většina hlasů v žádném případě není zárukou vítězství. Třebaže Američané půjdou k volbám v celé zemi, rovnováhu mezi vítězstvím a porážkou pravděpodobně opět zvrátí jen několik států.

<sup>3)</sup>Většina amerických států je pevně v rukou demokratů nebo republikánů. Mezi takzvané „swing states“, které by se mohly přiklonit k jednomu či druhému táboru, patří Wisconsin, Pensylvánie a Michigan v takzvaném rezavém pásu, stejně jako Arizona a Georgie, které Biden v roce 2020 vyhrál pro demokraty. Bojovat by se mohlo také o Nevadu, ale vzhledem k menšímu počtu obyvatel je méně důležitá.

<sup>4)</sup>Prezident USA není volen přímo lidem, ale nepřímo sborem volitelů, tj. kandidát se může stát prezidentem, i když nemá většinu hlasů voličů. Rozhodující je, kdo získá většinu z 270 hlasů volitelů.

### 1. VŠE NASVĚDČUJE TOMU, ŽE KANDIDÁTY ČEKÁ VYROVNANÝ SOUBOJ



Zdroj: Real Clear Politics, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit  
Sledované období: 28. 2. 2023 – 29. 2. 2024



Do voleb 5. listopadu se však může ještě mnoho věcí stát. Obě kandidatury se vyznačují značnou nejistotou. Podle **zprávy zvláštního poradce amerického ministerstva spravedlnosti**<sup>5)</sup> se v případě Bidena intenzivně debatuje o tom, zda je vzhledem ke svému pokročilému věku vhodný pro další funkční období. Proto se jeho hodnocení drží pro úřadujícího prezidenta ve volebním roce na znepokojivé úrovni. Trumpovy šance by zase mohly poškodit jeho četné žaloby. Nejvyšší soud však počátkem března jednomyslně odepřel státu Colorado v právním sporu o účast v primárkách právo vyloučit Trumpa z amerických republikánských primárek. Nejvyšší soud uvedl, že takové rozhodnutí má právo učinit pouze Kongres. Nicméně veřejnost vnímá Trumpa také negativně.

<sup>5)</sup> Zpráva obsahuje řadu výroků, které by se pro Bidena mohly stát během volební kampaně problémem. Podle zprávy existují náznaky, že k nesprávnému uložení důvěrných dokumentů v Bidenových soukromých a pracovních prostorách došlo „omylem“. Biden působí jako „starší muž s dobrými úmysly a špatnou pamětí“.

## JE TO O EKONOMICE, ALE NEJDE JEN O NI

Od roku 1892 je to poprvé, kdy poražený prezident vyzval úřadujícího prezidenta, který ho porazil o čtyři roky dříve. Mnohé nasvědčuje tomu, že hospodářská situace země bude hrát ve výsledku voleb důležitou, ne-li nejdůležitější roli. A ekonomické ukazatele v USA jsou převážně pozitivní: Ekonomika USA se z pandemie zotavila překvapivě rychle. Navzdory restriktivní měnové politice je země stále na cestě k růstu a míra nezaměstnanosti zůstává rekordně nízká. Americká ekonomika opět dokazuje svou odolnost a pružnost, zejména ve srovnání s Evropou (viz také část Ekonomika a trhy). Nicméně američtí voliči zjevně vnímají ekonomickou nejistotu jako vysokou. Zdá se, že Bidenovi se (zatím) nepodařilo svým krajanům sdělit, že se jejich každodenní situace zlepšila. Zdá se, že při jen pomalu se ochlazující inflaci se hospodářský vzestup dotkne nižší vrstvy společnosti jen minimálně. Demokraté se v předvolební kampani zaměří na změnu tohoto stavu.

Pravděpodobně se také pokusí učinit ústřední téma z potratů poté, co Nejvyšší soud USA s pomocí tří soudců jmenovaných Trumpem zrušil 50 let starý precedent, který ústavně chrání právo na potrat. Na druhou stranu republikáni pravděpodobně udělají totéž v otázce imigrace, která je pro velkou část Trumpovy základny velmi důležitá. Svou roli pravděpodobně sehraje i další otázka, jako je míra kriminality v USA, změna klimatu a zahraniční politika. Pokud jde o poslední téma, může být pro Bidena problematická probíhající válka v Gaze, protože nezanedbatelná část mladých voličů, kteří se tradičně přiklánějí k demokratům a jejichž volební účast by mohla výsledek voleb významně ovlivnit, se na podporu Izraele ze strany americké vlády dívá skepticky.

## ZMĚNÍ SE ROVNĚŽ SLOŽENÍ KONGRESU

Zatímco souboj o Bílý dům zastihuje vše, stejně důležitou roli při utváření hospodářské politiky v USA hraje to, kdo **ovládá Kongres**<sup>6)</sup>. Ve Sněmovně reprezentantů mají republikáni v současné době těsnou většinu 219 ku 213 hlasům. Předvolební průzkumy v současnosti ukazují mírný náskok republikánů. Vzhledem k těsné většině však demokratům stačí získat jen několik křesel, aby Sněmovnu reprezentantů znovu ovládli. Změna většiny ve Sněmovně reprezentantů se proto zdá být možná. Při pohledu do historie je však zarážející, že to, kdo má ve Sněmovně reprezentantů většinu, se v roce prezidentských voleb nezměnilo od roku 1952.

<sup>6)</sup> Všechny 435 křesel ve Sněmovně reprezentantů se volí každé dva roky a pro udržení většiny je rozhodující získat 218 křesel. V současné době jsou volná tři křesla.

V senátu, který v současné době tvoří 49 republikánů, 48 demokratů a 3 nezávislí v koalici s demokraty, mají demokraté těsnou většinu. V senátu se volí 34 křesel, z toho 23 obsadili demokraté (včetně tří nezávislých) a 11 republikáni. S ohledem na to mohou demokraté ztratit víc křesel než republikáni. Nezdá se proto nemožné, že by republikáni mohli získat 51 křesel potřebných k získání většiny.

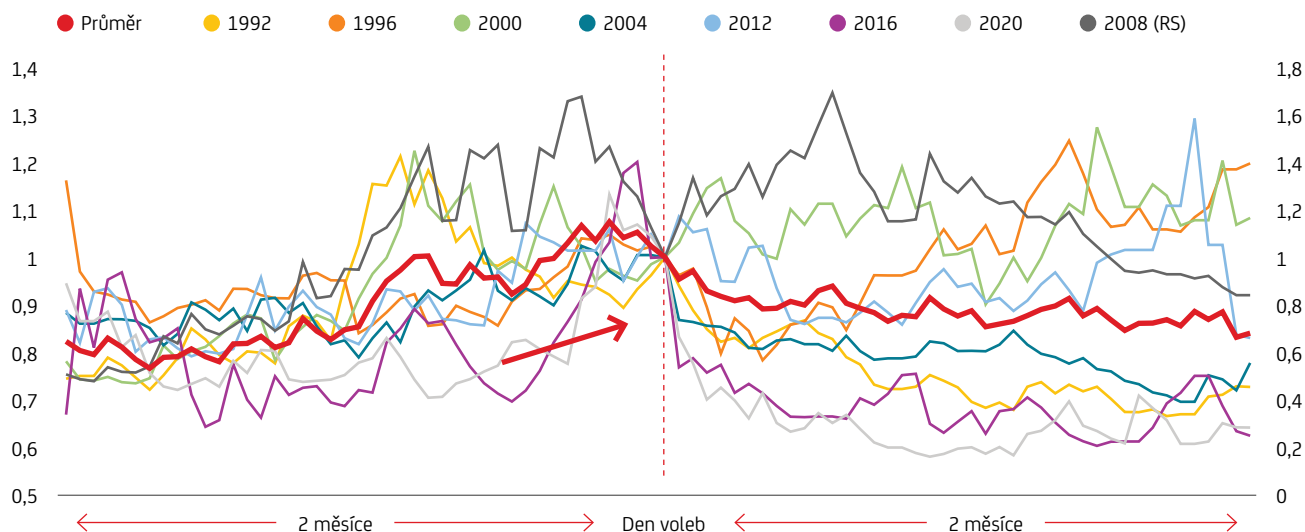
## POTENCIÁLNÍ DŮSLEDKY PRO GLOBÁLNÍ FINANČNÍ TRHY

Ačkoli předpovědi výsledku prezidentských voleb v USA ponecháme politickým expertům, je nesporné, že tyto volby, zejména pokud bude muset Biden předat štafetu zpět Trumpovi, budou mít pravděpodobně významný dopad na vládní politiku a legislativu USA v mnoha ohledech a oblastech. Méně jasné jsou důsledky pro globální finanční trhy. Pokud lze věřit historii, mohou prezidentské volby v USA v krátkodobém horizontu způsobit větší neklid a volatilitu: **Index VIX**<sup>7)</sup> má před volbami v USA tendenci růst (viz graf 2). Tento efekt lze v podstatě vysvětlit zvýšenou politickou nejistotou, neboť investoři se snaží přizpůsobit možné změně vládních opatření.

Současné však americké prezidentské volby v minulosti neměly ve střednědobém až dlouhodobém horizontu vesměs na finanční trhy větší dopad. Akademické studie obecně docházejí k závěru, že neexistuje žádný statistický důkaz o významném dlouhodobém vlivu výsledků voleb na výnosový potenciál širokého akciového trhu. Navzdory vysoké pozornosti, kterou investoři věnují volbám, a zjištění, že politické události mohou občas způsobit krátkodobé turbulence na finančních trzích, budou pravděpodobně větší roli ve střednědobé až dlouhodobé výkonnosti trhů, a tedy i ve výnosech

<sup>7)</sup> Index VIX, který je často obchodníky označován jako „ukazatel strachu“, odráží předpovědi volatility akciového trhu v příštích 30 dnech. Předpokládaný rozsah kolísání trhu je koncepčně spojen s celkovou úrovní vnímané nejistoty, která se obvykle zvyšuje, když se objeví události se zvýšeným potenciálem rizik.

## 2. VIX MÁ OBEČNĚ TENDENCI RŮST PŘED PREZIDENTSKÝMI VOLEBAMI V USA



Poznámka: Index VIX je normalizován ke dni voleb v příslušném roce. Výkonnost dosahovaná v minulosti, simulace a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny.

Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

akcií, dluhopisů a dalších investic, hrát základní mikroekonomické, makroekonomické a měnové podmínky v USA, včetně zisků podniků, vývoje inflace, úrokových sazeb a hospodářského vývoje. Každopádně založit svou investiční strategii na naději, že v krátkodobém horizontu budeme těžit z možného obratu na trzích v souvislosti s americkými volbami, se nezdá být příliš slibné.

Megatrendy, jako je boj proti změně klimatu, digitalizace a demografické problémy v mnoha západních průmyslových zemích, budou pravděpodobně pokračovat bez ohledu na výsledky voleb. Je však také pravda, že pro některá odvětví, například ta, která jsou silně regulována nebo dotována, bude mít výsledek voleb větší roli. Jedním z příkladů jsou obnovitelné zdroje energie: Zatímco Bidenova vláda zahájila éru vedoucího postavení USA v oblasti klimatu, Trump by po svém případném znovuzvolení mohl snížit dotace na ochranu klimatu ve prospěch zvýšení těžby ropy.

Domníváme se, že investorům lze obecně poradit, aby se v tomto přelomovém volebním roce nenechali vyvést z míry krátkodobými otřesy a drželi se svých střednědobých až dlouhodobých plánů. V této souvislosti jsme přesvědčeni, že pro přijímání fundovaných a perspektivních dlouhodobých rozhodnutí je nezbytná komplexní analýza základních tržních ukazatelů. Ústředním prvkem naší investiční strategie zůstává vhodná diverzifikace portfolia.



# Makroekonomická situace a trhy

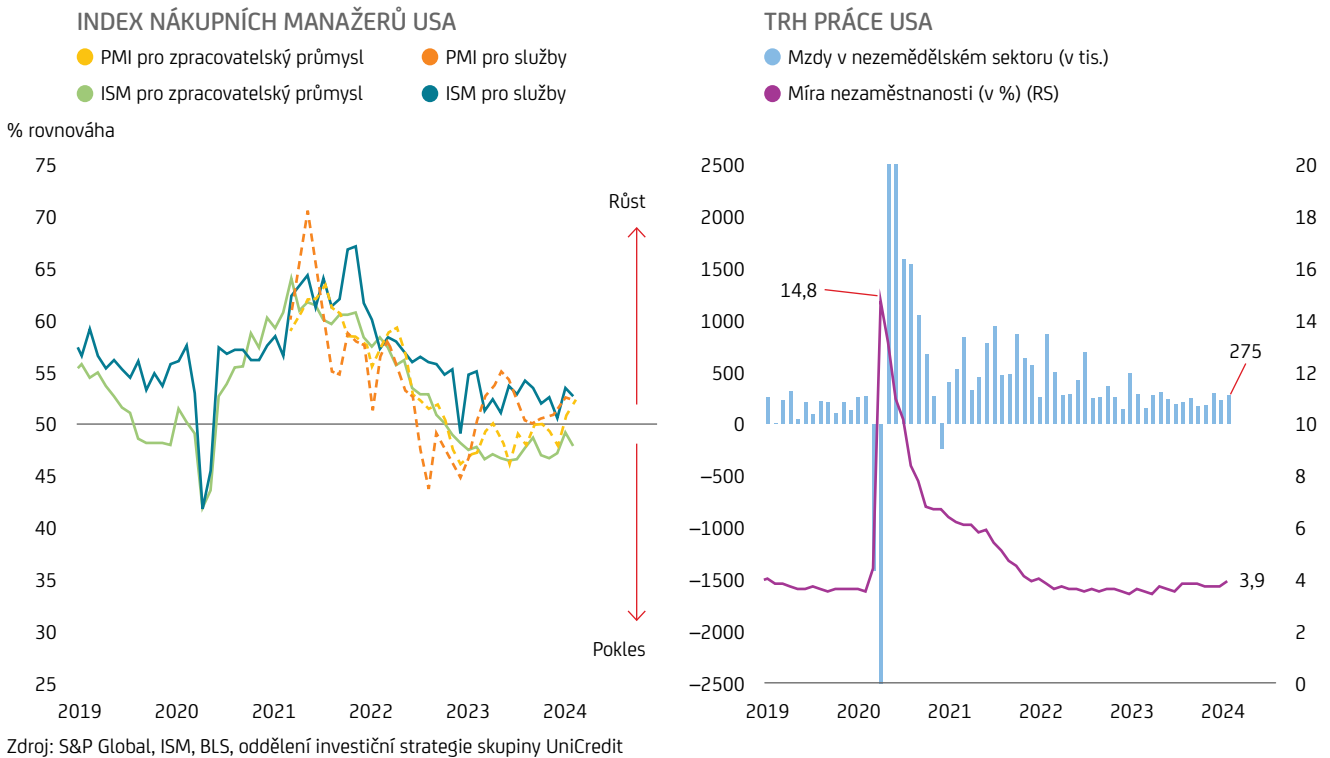
Centrální banky potvrzují cyklus snižování úrokových sazeb v roce 2024

## USA: SEKTOR SLUŽEB A TRH PRÁCE ZŮSTÁVAJÍ STABILNÍ, POWELL POTVRDIL VÝHLED SAZEB PŘED AMERICKÝM KONGRESEM

Nejnovější ekonomické údaje ukazují na stabilní růst americké ekonomiky v prvním čtvrtletí roku 2024. Hlavní ukazatele, jako je index ISM pro sektor služeb, nadále vypovídají o růstu, zatímco index ISM pro průmysl je stále pod hranici 50 (což vypovídá o poklesu), ale již několik měsíců má rostoucí tendenci (viz graf 3). Po solidních revidovaných lednových údajích se trh práce, který je pro americkou ekonomiku klíčový, ukázal být silný i v únoru. Nárůst počtu nově přijatých zaměstnanců se však soustředil do několika málo odvětví, zatímco míra nezaměstnanosti vzrostla více, než se očekávalo (viz graf 3). Ta je v souladu s výsledky ostatních ukazatelů trhu práce, které naznačují, že situace na trhu práce je výrazně méně napjatá a v následujících měsících se bude dále uvolňovat. Navzdory očekávanému zpomalení hospodářské dynamiky do poloviny roku a scénáři měkkého přistání americké ekonomiky očekáváme pro rok 2024 celkové tempo hospodářského růstu kolem 2 %.

Powell jako předseda americké centrální banky (Fed) na dvou slyšeních před finančním výborem Kongresu USA potvrdil plán Fedu na snížení úrokových sazeb v příštím roce, ale zároveň naznačil, že s brzkým snížením sazeb nespěchá. Toto prohlášení opět zdůrazňuje názor Fedu, že soustavné přibližování se k 2% inflačnímu cíli není zaručeno, neboť příliš brzké nebo příliš velké uvolnění měnových otěží by mohlo vést k obratu inflačního trendu a v konečném důsledku k nutnosti ještě restriktivnější politiky. Příliš pozdní nebo příliš malé uvolnění úrokových otěží by zároveň mohlo nepřiměřeně oslabit ekonomiku a zaměstnanost. Powell také znovu zdůraznil, že snížení cílového rozpětí úrokových sazeb bude vhodné až poté, co bude existovat větší důvěra v udržitelnost vývoje inflace směrem k 2%. Pokud jde o přesné načasování prvního snížení úrokových sazeb, uvedl jako nejpravděpodobnější termín „polovinu roku“, což nadále považujeme za základní scénář.

### 3. HLAVNÍ UKAZATELE A SILNÝ TRH PRÁCE PODPORUJÍ SCÉNÁŘ MĚKKÉHO PŘÍSTÁNÍ



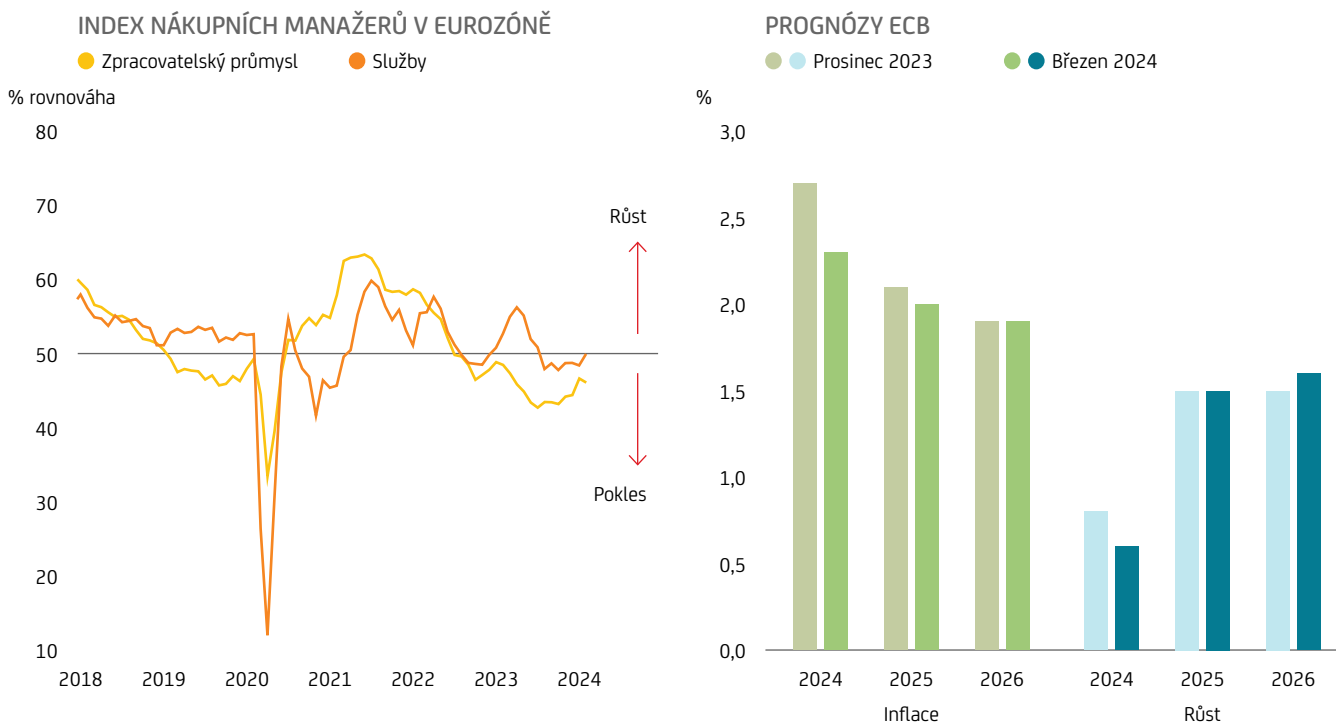
### EUROZÓNA: ZLEPŠUJE SE VÝHLED KONJUNKTURY, NA DOHLED JE SNIŽOVÁNÍ SAZEB ECB

Nejnovější údaje z průzkumů naznačují, že ekonomika v eurozóně možná dosáhla svého dna, i když ukazatele jsou stále slabé (viz graf 4). Navzdory růstu úrokových sazeb se regionu podařilo vyhnout recesi. To je pravděpodobně částečně způsobeno rozsáhlými daňovými úlevami, ale trh práce se zatím také ukázal být silný. Na současnou hospodářskou situaci v eurozóně má však kromě slabé zahraniční poptávky a pokračujícího geopolitického napětí vliv také restriktivní měnová politika. Rostoucí reálné příjmy (v důsledku klesající míry inflace) a nadále silný trh práce by však měly zajistit, že ekonomika postupně nabere na dynamice. Pozorujeme také první známky stabilizace slábnoucí světové ekonomiky, což znamená, že v průběhu roku očekáváme postupné zlepšování hospodářské situace. V roce 2024 očekáváme mírný nárůst celkové ekonomické aktivity v eurozóně o 0,5 %.

Evropská centrální banka (ECB) v březnu podle očekávání ponechala svou měnovou politiku beze změny. Centrální banka revidovala své prognózy celkové i jádrové inflace dále směrem dolů, čímž učinila důležitý krok ke snížení úrokových sazeb (viz graf 4). Prezidentka ECB Christine Lagardeová zdůraznila, že Rada guvernérů ECB pro měnovou politiku potřebuje více údajů, zejména o mzdách, aby získala důvěru v udržitelnost dezinflačního procesu. Konkrétně odkázala na červnové zasedání, kdy bude většina těchto informací k dispozici. Nadále se proto domníváme, že červen je nejpravděpodobnějším termínem pro počáteční snížení sazeb, po kterém bude následovat postupné snižování o 25 bazických bodů za každé čtvrtletí. Na to usuzujeme z komentářů Ch. Lagardeové na následné tiskové konferenci. Zatímco cyklus snižování sazeb bude záviset na dalších údajích, prezidentka ECB naznačila, že „restriktivní fáze ECB bude ještě nějakou dobu pokračovat“, přičemž po ní bude následovat „fáze normalizace“. Třebaže tato prohlášení nelze interpretovat přesně, vyvolávají dojem, že ECB usiluje o pomalejší tempo snižování úrokových sazeb. K tomu přispívá několik faktorů: odolnost trhu práce, která snižuje riziko tvrdého přistání ekonomiky, a také zvýšená nejistota ohledně úrovně neutrální klíčové úrokové sazby, která udržuje ekonomiku eurozóny v rovnováze. Ve prospěch toho hovoří i skutečnost, že ECB snižuje úrokové sazby v době, kdy by se ekonomika měla opět začít zvedat.



#### 4. ECB VZHEDEM K NIŽŠÍMU RŮSTU EVROPSKÉ EKONOMIKY SNIŽUJE PROGNÓZY PRO ROK 2024



Zdroj: S&P Global, ECB, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

#### ČÍNA: HOSPODÁŘSKÉ OŽIVENÍ POKRAČUJE, SHROMÁŽDĚNÍ LIDOVÝCH ZÁSTUPCŮ POTVRDILO CÍL RŮSTU

Hlavní ukazatele naznačují, že čínská ekonomika v únoru pokračovala v oživení. Zejména indexy nákupních manažerů pro sektor služeb ukazují na zrychlení hospodářského rozvoje, což není vzhledem k výraznému nárůstu domácího cestovního ruchu během čínského nového roku překvapivé. Zda je oživení v sektoru služeb udržitelné, se teprve ukáže. Považujeme to za nepravděpodobné, přinejmenším bez další vládní podpory, protože soukromá spotřeba po svátcích obecně klesá. Zvýšení spotřeby proto nepovažujeme za známku trvalé podpory růstu. V průmyslu se hospodářská dynamika výrazně nezrychlila, ale podmínky se také výrazně nezhoršily. Smíšené signály vyplývající z různorodých údajů poukazují na potřebu dalších vládních opatření, která byla signalizována i na Všečínském shromáždění lidových zástupců.

Na začátku 14. Všečínského shromáždění lidových zástupců oznámil čínský premiér Li Čchiang, že cíl růstu čínského HDP pro rok 2024 zůstává nezměněn a pohybuje se „kolem 5 %“. Vláda stojí před úkolem podpořit v krátkodobém horizontu růst a zaměstnanost na jedné straně a na straně druhé v souladu s dlouhodobým cílem změnit model růstu Číny z nadměrné závislosti na vývozu a nemovitostech na průmyslovou výrobu s vyšší přidanou hodnotou a služby. V průmyslovém odvětví se zaměřuje na elektromobily, vodíkové pohony, nové materiály, inovativní léčiva a komerční letectví. Zvláštní pozornost bude nadále věnována sektoru nemovitostí. Vláda plánuje stabilizovat financování developerů zavedením téměř 300 mechanismů financování městských nemovitostí. Premiér Li vyzval k podpoře stabilního a zdravého rozvoje trhu s nemovitostmi, ale nenaznačil další konkrétní politická opatření na podporu poptávky po novém bydlení. Měla by být také podporována výměna starého spotřebního zboží za nové a nákup automobilů. Čína se bude pravděpodobně spoléhat především na daňovou podporu, aby udržela růst na přijatelné úrovni, zatímco měnová politika bude nejspíše hrát akomodační roli a úrokové sazby budou patrně sníženy pouze symbolicky. Lze tedy očekávat další vládní opatření, zatímco podpora spotřeby a spotřebitelské důvěry bude zřejmě nižší, a proto i nadále očekáváme růst HDP v roce 2024 ve výši 4,5 %.

## NOVÁ MAXIMA NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Podobně jako v lednu byla výkonnost jednotlivých tříd aktiv v posledních týdnech smíšená. Zatímco akcie si vedly dobře, státní dluhopisy ztrácely. Zlato, ropa a americký dolar se vyvíjely pozitivně.

Růstový trend akcií z počátku roku se v poslední době téměř nezmenšoval, což bylo podpořeno převážně pozitivními zprávami za čtvrté čtvrtletí a také solidními ekonomickými údaji a ekonomickými ukazateli, které rozptýlily obavy z recese a posunuly očekávané snížení úrokových sazeb dále do budoucnosti. Mnoho důležitých akciových indexů, včetně indexů S&P 500, Euro Stoxx 50, Dax a Nikkei 225, nedávno dosáhlo nových historických maxim. Nyní, když skončila sezona pro vykazování výsledků za čtvrté čtvrtletí, kdy technologický sektor opět zastínil ostatní odvětví, především kvůli silné medializaci tématu umělé inteligence, se investoři v nadcházejících týdnech pravděpodobně zaměří na výsledky za první čtvrtletí. Index S&P 500 vzrostl od konce ledna do začátku března přibližně o 5 %, zatímco index Euro Stoxx 50 vzrostl ve stejném období o více než 7 % (k 8. březnu, viz tabulka „Vývoj vybraných indexů finančních trhů“ na straně 22).

Pokud jde o dluhopisy, do ceny státních dluhopisů se dále promítlo načasování i rozsah snížení sazeb, které se očekává v roce 2024. Zejména silnější, než očekávané údaje o lednové inflaci v USA vedly k výraznému růstu výnosů státních dluhopisů. Zatímco na začátku roku Fed předpokládal snížení úrokových sazeb o více než 145 bazických bodů, v poslední době se toto číslo snížilo přibližně na 100 bazických bodů (k 8. březnu). Výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů vzrostly od konce ledna do začátku března o 20 bazických bodů, zatímco výnosy desetiletých německých státních dluhopisů vzrostly o dobrých 15 bazických bodů (viz tabulka). Tento vývoj podpořila prohlášení několika centrálních bankéřů, že dokud se inflace trvale nepohybuje směrem k 2% cíli, není prozatím žádné ukvapené snižování úrokových sazeb nutné.

Poté, co se cena zlata v prvních týdnech roku 2024 příliš neměnila, došlo k prudkému nárůstu ceny tohoto drahého kovu na nové maximum ve výši více než 2 180 USD za trojskou unci, což představuje nárůst o více než 6 % oproti konci ledna (k 8. březnu, viz tabulka). Vzhledem k tomu, že trhy neočekávají obrat ve vývoji úrokových sazeb dříve než v červnu, je současný vývoj ceny zlata na první pohled překvapivý. Pravděpodobně ji podpořily především nejnovější údaje z amerického trhu práce a komentáře předsedy Fedu Powella, že Fed pravděpodobně do konce roku sníží úrokové sazby.

Cena ropy v posledních týdnech nadále vykazovala zvýšenou volatilitu, která odráží přetrvávající vysokou míru nejistoty na trhu. Naděje na diplomatický pokrok ve vztazích mezi Izraelem a Hamásem na Blízkém východě byly zmařeny a zároveň bylo stále jasnější, že velká část menších členských států OPEC nebude dodržovat dohodnuté snížení produkce, čímž se zvýší nabídka ropy na trhu. Cena ropy Brent vzrostla oproti konci ledna o více než 4 % a naposledy se pohybovala těsně nad 80 USD za barel (k 8. březnu, viz tabulka).

Kurz eura se v tomto prostředí měnil jen málo, ale nedávno dokázalo euro vůči americkému dolaru posílit na úroveň těsně pod 1,10.



# Alokace aktiv – správa našeho portfolia

Mírně se zlepšující vyhlídky růstu a klesající inflace potvrzují naši globální alokaci aktiv

Aktiva		Investiční prostředí	Investiční pohled		
			Nízká váha v portfoliu	Neutrální	Vysoká váha v portfoliu
Hlavní třídy aktiv		Globální akcie	○	●	○
		Globální dluhopisy	○	○	●
		Peněžní trhy	●	○	○
		Alternativy	○	●	○
Hlavní třídy aktiv podrobně	Akcie	USA	○	●	○
		Evropa	○	●	○
		Pacifik (DM <sup>1)</sup> )	○	○	●
	Dluhopisy	Rozvíjející se trhy	○	●	○
		Státní dluhopisy zemí EMU	○	●	○
		Státní dluhopisy zemí mimo EMU	○	●	○
		Podnikové dluhopisy invest. stupně EUR	○	○	●
		Podnikové dluhopisy s vysokým výnosem	●	○	○
		Dluhopisy rozvíjejících se trhů (tvrdá měna)	○	●	○
	Komodity	Dluhopisy rozvíjejících se trhů (místní měna)	○	○	●
		Ropa	○	●	○
		Zlato	○	●	○

<sup>1)</sup> DM = rozvinuté trhy (Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)

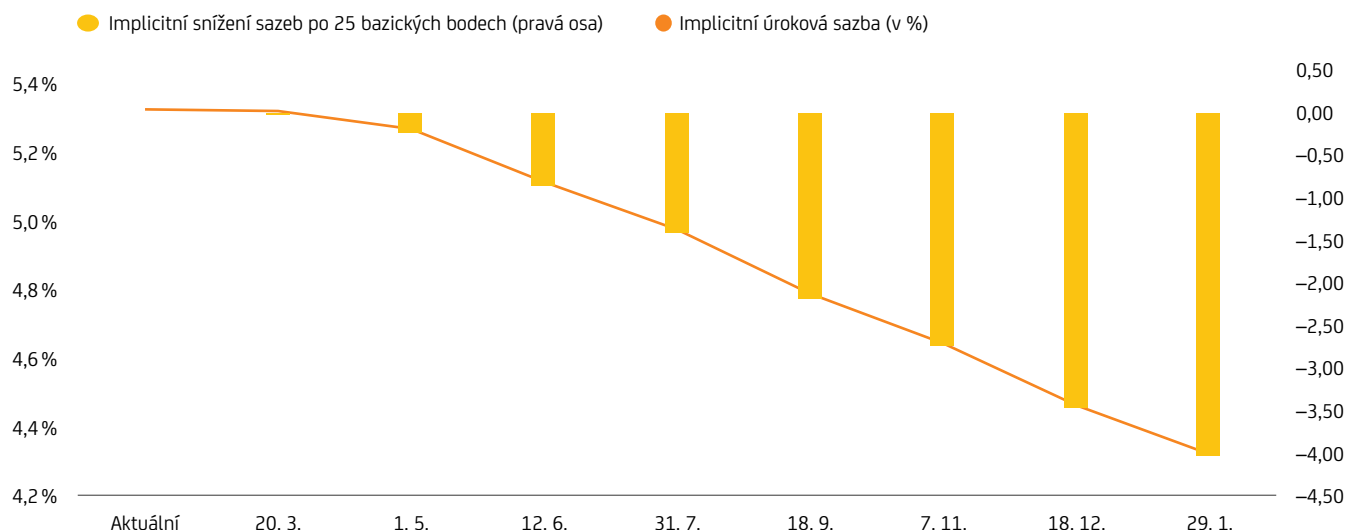
Globální růst byl revidován mírně směrem vzhůru, avšak s pozoruhodnými geografickými rozdíly: odolnost ekonomiky v USA, stagnace v eurozóně a technická recese ve Spojeném království. Ze zemí G7 rostla stabilním tempem Čína, která se ale potýká se strukturálními problémy. Pokud jde o inflaci, její klesající trajektorie se celkově potvrzuje, avšak s rizikem, že v sektoru služeb bude vysoká inflace přetrvávat.

V této souvislosti investiční výbor skupiny UniCredit potvrdil současné globální rozložení aktiv v portfoliu.

Nadále tedy strategicky preferujeme kvalitní dluhopisy, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně denominované v eurech a státní dluhopisy.

Po zprávách o vývoji pracovního trhu a indexu spotřebitelských cen v USA, které si vedly lépe, než konsenzus očekával, máme nyní realističtější očekávání ohledně snižování sazeb Fedu, která se více blíží projekcím ze zprávy Federálního výboru pro volný trh (FOMC) americké centrální banky z 23. prosince. Předpokládaná snížení úrokových sazeb pro rok 2024 na základě forwardové křivky nyní oproti šesti na začátku roku klesla zhruba na 3,5, což více odpovídá trojímu snížení podle zmíněných projekcí. Po korekci dosavadních výsledků za běžný rok a vzhledem k tomu, že zůstáváme u našeho základního makroekonomického scénáře měkkého přistání, nabízíme státní dluhopisy kombinaci zajímavého carry potenciálu v krátkodobém horizontu a potenciálu zhodnocení kapitálu ve střednědobém horizontu.

## 5. REALISTIČTĚJŠÍ OČEKÁVÁNÍ OHLEDNĚ SNIŽOVÁNÍ SAZEB FEDU



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit. Údaje aktualizovány k 6. 3. 2024.

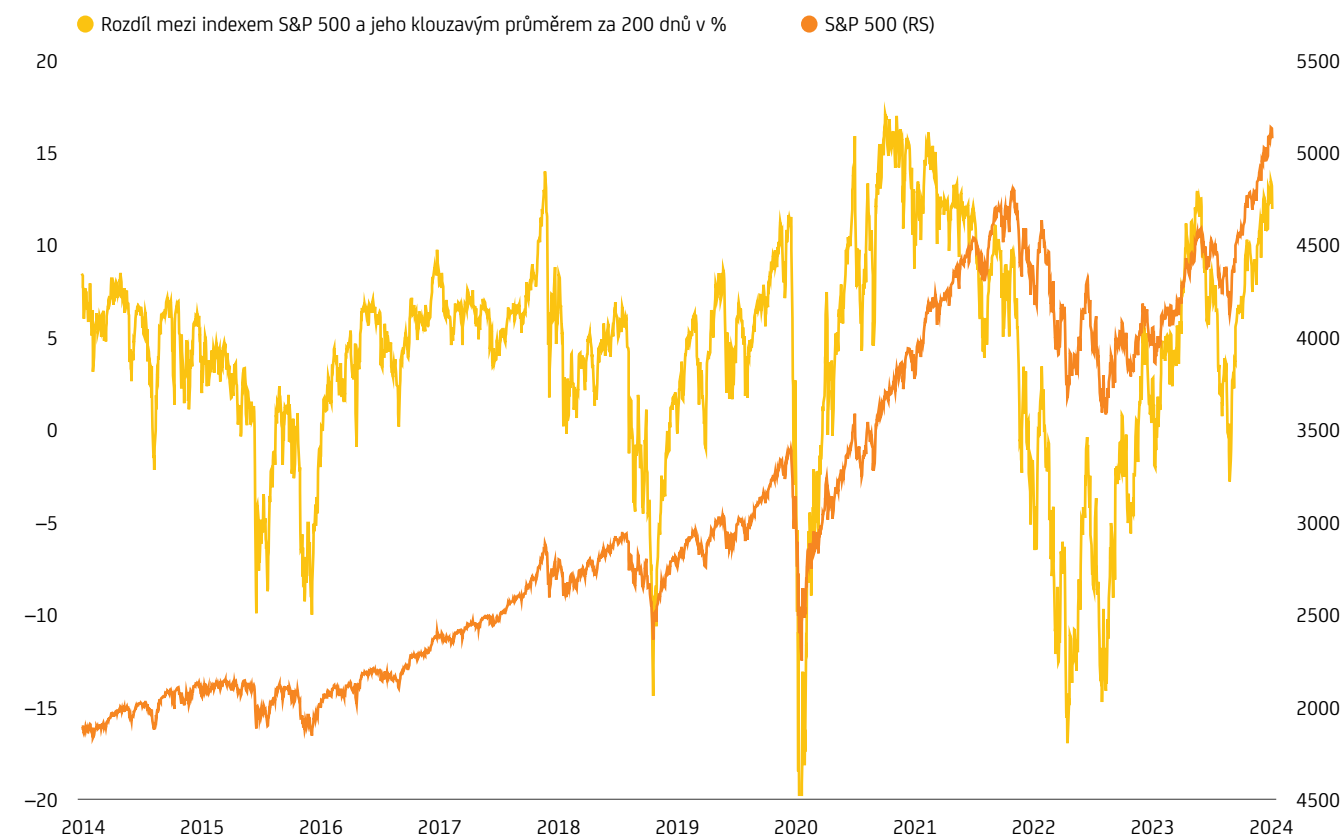
V podnikovém segmentu jsou rozpětí historicky nízká, zejména v případě vysokého výnosu, ale nadále je nabízen atraktivní carry potenciál. Podnikové dluhopisy s vysokým výnosem jsou v případě zpomalení zranitelnější. Nadále preferujeme podnikové dluhopisy investičního stupně. Celkově se očekává, že základní ukazatele u podnikových dluhopisů investičního stupně zůstanou solidní díky zdravým rozvahám, lepším než očekávaným ziskům, značným peněžním zůstatkům a nízké úrovni zadlužení ve srovnání s dlouhodobými průměry.

V případě dluhopisů rozvíjejících se trhů v místní měně zůstáváme selektivně pozitivní, neboť zejména v Latinské Americe existuje odpovídající prostor pro snižování sazeb. Jejich měny jsou také celkově podhodnocené a po uvolnění sazeb americkou centrální bankou by měly opět poněkud získat na hodnotě. Potvrzujeme náš neutrální investiční postoj k dluhopisům rozvíjejících se trhů v tvrdé měně.

Pokud jde o akcie, ty těží ze síly americké ekonomiky a očekávání, že hlavní centrální banky do poloviny roku 2024 zahájí cyklus uvolňování. Celkově povzbudivé byly také výsledky za 4. čtvrtletí 2023.

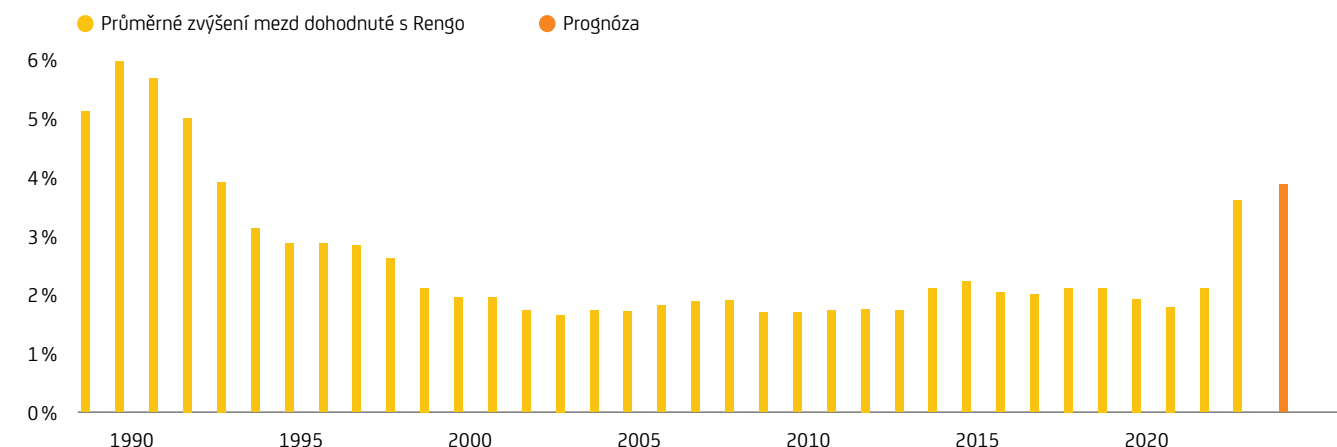
Po silném výkonu v posledních měsících se zdá, že bude do určité míry docházet k výprodeji akcií ve snaze těžit z jejich vysoké ceny. Vzhledem k makroekonomické situaci, která naznačuje „měkké přistání“ americké ekonomiky či dokonce to, že „žádné přistání“ ekonomice Spojených států nehrozí, a při zohlednění výše uvedeného trendu růstu v USA ve 4. čtvrtletí 2023 a pravděpodobně i v 1. čtvrtletí 2024 však očekáváme, že výprodej akcií kvůli zisku bude jen mírný.

## 6. AKCIE V USA TĚŽILY Z PŘEVÁŽNĚ POZITIVNÍCH VÝSLEDKŮ ZA 4. ČTVRTLETÍ 2023, ALE ZŘEJMĚ HROZÍ, ŽE BUDE DO URČITÉ MÍRY DOCHÁZET K JEJICH VÝPRODEJI KVŮLI ZISKU



Zachováváme pozitivní postoj k pacifickým akciím. Průzkumy naznačují rostoucí kapitálové investice a investice do pracovní síly a očekává se, že jarní kolo jednání o mzdách (tzv. šuntō) potvrdí výrazný nárůst podporující domácí poptávku (viz graf 7). Podnikové reformy navíc zvyšují aktivitu v oblasti zpětného odkupu a navzdory nedávným výsledkům není ocenění akcií přehnaně vysoké. Pokud japonská centrální banka zahájí normalizaci úrokových sazeb, budou zahraniční investoři pravděpodobně muset zvážit investice na japonském akciovém trhu bez zajištění a sektorově se zaměřit spíše na domácí tituly, jako jsou banky, než na vývozce.

## 7. EKONOMOVÉ V LETOŠNÍM ROCE OČEKÁVAJÍ V JAPONSKU VÝRAZNĚJŠÍ ZVÝŠENÍ MEZD





Americké akcie podporuje příznivý makroekonomický scénář nadprůměrného růstu, klesající inflace a pozitivní výsledky vykázané za 4. čtvrtletí 2023 a tažené výsledky technologických společností. Ocenění je však vysoké a koncentrace akcií podniků s mimořádně vysokou kapitalizací je v indexu S&P 500 extrémní. Případný pokles omezují vyhlídky na uvolnění politiky Fedu.

V eurozóně ekonomika stagnuje, ale zatím se vyhnula recesi. Německá ekonomika je postižena krizí zpracovatelského průmyslu a úspornými opatřeními, zatímco periferní země vykazují určitou odolnost. Trh práce je stabilní a klesající inflace zvyšuje reálné příjmy a podporuje spotřebitele. Evropské akcie nabízejí dobré příležitosti investorům, kteří se zaměřují na hodnotu a kvalitu.

Pokud jde o rozvíjející se trhy, jsme strategicky opatrní, pokud jde o čínské akcie, vzhledem ke strukturálním problémům této ekonomiky, rizikům další obchodní války s USA v případě Trumpova znovuzvolení prezidentem a tomu, že sektor nemovitostí nevykazuje žádné známky obratu. To, že Všečínské shromáždění lidových zástupců zopakovalo, že cílem je dosáhnout 5% růstu HDP, zahraniční investory příliš nenadchlo, zejména proto, že chybí odvážná opatření k dosažení tohoto cíle. Ocenění akcií je však nízké a díky cíleným měnovým a fiskálním stimulům je možné v omezené míře dosáhnout odpovídajícího plnění. V Latinské Americe je díky očekávanému snížení sazeb v důsledku klesající inflace pozitivně vnímána Brazílie a Mexiko je příkladem hry na „friendshoring“, tj. přesouvání dodavatelských řetězců do spřátelených zemí.

## Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

### NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ AKCIE

Uvedené podporuje síla ekonomiky Spojených států a výsledky vykázané za 4. čtvrtletí 2023.

### NEUTRÁLNÍ EVROPSKÉ AKCIE

Ekonomika stagnuje, ale zatím se vyhnula recesi. Trh práce však zůstává stabilní a klesající inflace zvýší reálný příjem. Evropské akcie nabízejí dobré příležitosti investorům, kteří se zaměřují na hodnotu a kvalitu.

### NEUTRÁLNÍ AMERICKÉ AKCIE

Podpořeno makroekonomickým scénářem goldilocks (tj. ani málo, ani moc), který počítá s růstem převyšujícím trend a s poklesem inflace. Ocenění je však vysoké a koncentrace akcií podniků s mimořádně vysokou kapitalizací je v indexu S&P 500 extrémní.

### NEUTRÁLNÍ AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

V Asii zůstáváme obezřetní, pokud jde o čínské akcie, nicméně levné ocenění umožňuje díky fiskálním a měnovým záchranným balíčkům dosáhnout v omezené míře odpovídajícího plnění. V Latinské Americe je díky očekávanému snížení sazeb pozitivně vnímána Brazílie. Důrazně se doporučuje selektivita při výběru zemí a sektorů v rozvíjejících se zemích.

### PACIFICKÉ AKCIE – ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Růst mezd je pozitivním faktorem pro Japonsko, které se dostává z dlouhé fáze deflace. Kromě toho růst zisků podniků a reforma tokijské burzy podporují intenzivní aktivity v oblasti zpětného odkupu akcií. Navzdory nedávným výsledkům není cena akcií vysoká.

### GLOBÁLNÍ DLUHOPISY – ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Vzhledem k jejich současným výnosům a očekávanému snížení sazeb hlavních centrálních bank představují atraktivní poměr rizika a výnosu. Nadále tedy strategicky preferujeme kvalitní dluhopisy, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně denominované v eurech a státní dluhopisy.

### PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ V EURECH – ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

V současnosti mají nižší spready, ale v jejich prospěch nadále hovoří odolnost hospodářského cyklu a to, že investoři nadále hledají příležitosti k dosažení výnosů.

### PODNIKOVÉ DLUHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSEM – SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Jejich spready, zejména u dluhopisů nižší kvality, zatím plně nekompensují riziko výrazného zpomalení ekonomiky. Tato třída aktiv je také relativně méně likvidní.

### NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU

Slabé makroekonomické výsledky, ochlazující inflace a očekávané snížení sazeb Evropskou centrální bankou, ke kterému by mohlo dojít do poloviny roku 2024, nás vedou k zachování konstruktivního pohledu na tuto třídu aktiv.

### NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU

Podpořeno očekáváním poklesu inflace a uvolňováním politiky Fedu, k němuž by mělo dojít do poloviny roku 2024.

### NEUTRÁLNÍ DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V TVRDÉ MĚNĚ

Zajímavý carry potenciál, ale my se raději zaměřujeme na „kvalitní dluhopisy“. Nadále volíme defenzivní a selektivní strategii a vyhýbáme se zemím s vysokým zahraničním dluhem a schodkem běžného účtu.

### DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V MÍSTNÍ MĚNĚ – ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Atraktivní carry potenciál. Klesající inflace, zejména v Latinské Americe, otevírá prostor pro podstatné uvolnění politiky centrálních bank.

### PENĚŽNÍ TRHY – SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Zajímavé výnosy, ale vzhledem k očekávání, že Fed a ECB by do poloviny roku 2024 mohly zahájit své cykly uvolňování, dáváme přednost investicím do tříd aktiv s pevným výnosem, jako jsou státní dluhopisy a podnikové dluhopisy investičního stupně denominované v eurech.

### NEUTRÁLNÍ ALTERNATIVY

Nabízejí portfoliím příležitost zabránit korelaci, zatímco reálná aktiva těží ze své role zajištění proti inflaci.

### NEUTRÁLNÍ KOMODITY

Ceny ropy jsou tlačeny dolů slabou poptávkou a tím, že mimo země Opec+ došlo ke zlepšení na straně nabídky v důsledku rozmachu těžby v Severní Americe. Krátkodobě je však zvyšuje geopolitické napětí na Blízkém východě.

### NEUTRÁLNÍ ZLATO

Podpořeno očekáváním nižších úrokových sazeb a oslabením amerického dolaru.

### MĚNY

Americký dolar by měl být i ve druhém čtvrtletí podporován silným růstem v USA a tím, že Fed trpělivě čeká na vhodnou příležitost ke změně své politiky. Očekáváme však, že dolar ve druhé polovině roku oslabí, protože americká ekonomika pravděpodobně zpomalí v důsledku klesajících úspor domácností a zpřísnění podmínek pro poskytování úvěrů.

# Sloupky

Dialog místních investičních ředitelů s klienty

## Odpovědi z Itálie

### CO DNES URČUJE CENU ROPY A PLYNU?

Vývoj cen energetických komodit má zásadní význam pro budoucí vývoj inflace, což je klíčová veličina, kterou centrální banky sledují, aby věděly, kdy zahájit normalizaci úrokových sazeb. Ačkoli geopolitický kontext zůstává složitý a v souvislosti s konfliktem na Blízkém východě hrozí eskalace, zdá se, že ceny hlavních energetických surovin poněkud překvapivě nezahrnují žádnou rizikovou prémii v důsledku takových událostí. Cena ropy se totiž již několik měsíců příliš nemění, zatímco cena zemního plynu klesá. Podívejme se tedy, které další síly ovlivňují tyto trhy.

Především víme, že Hormuzský průliv je branou Blízkého východu do Asie a že nejdříve průliv Mandeb a poté Suezský průplav jsou základními průchody spojujícími Perský záliv s Evropou. Dnes je v ohrožení především tato poslední trasa, a to kvůli útokům jemenských hutijských povstalců. Od října loňského roku, tedy od vypuknutí bojů, však nebylo v oblasti zasaženo žádné ložisko ani infrastruktura pro výrobu či distribuci energetických komodit. Ceny ropy a plynu tedy nebyly přímo ovlivněny. Vyšší náklady na pojištění a přepravu nebo prodloužení cesty do Evropy přes mys Dobré naděje (přibližně o deset dní delší plavba) by mohly mít ve skutečnosti dopad pouze na následné fáze zpracování, případně na hotové výrobky.

Pokud se podíváme konkrétně na nabídku ropy, OPEC+ se sice snaží omezit těžbu, aby podpořil ceny, ve skutečnosti však ke snižování dochází pouze dobrovolně. To, co bylo deklarováno ohledně snížení těžby, dodržuje pouze Saúdská Arábie, zatímco například Rusko podle dostupných údajů zachovává předchozí úroveň produkce.

Spojené státy, které jsou dlouhodobě největším světovým producentem ropy, dosáhly rekordní úrovně těžby přes 13 milionů barelů denně. A to i přes mírný pokles počtu těžebních závodů, protože naopak došlo k významnému zvýšení produktivity stávajících technologií.

Ceny ropy by mohlo tlačit nahoru náhlé zvýšení globální poptávky. Nicméně vzhledem k tomu, že Čína jako největší dovozce prochází horší fází reálného hospodářského cyklu, domníváme se, že není důvod, aby se tento scénář v krátkodobém horizontu projevil.

Rozeberme si nyní vývoj cen zemního plynu, zejména v Evropě. Vezmeme-li jako referenci amsterdamskou burzu a benchmark TTF (title transfer facility), ceny v posledních měsících dokonce vykazují klesající tendenci.

Důvody lze v zásadě hledat v mírné zimě a historicky vysokých zásobách. Rovněž je třeba vzít v úvahu, že se opět zvýšil podíl energie z obnovitelných zdrojů, zejména větrných a vodních elektráren. Pokud jde o objem spotřeby zemního plynu v roce 2023, velké evropské ekonomiky vykazují v průměru pokles o 10 % oproti roku 2022 a až o 20 % oproti roku 2021.

Strategie Evropské unie zaměřená na diverzifikaci zdrojů dodávek s cílem snížit závislost na Rusku byla navíc účinná a v současné době je ruský plyn využíván pouze z 10 %. V tomto smyslu byla navázána důležitá partnerství s USA, Norskem, zeměmi severní Afriky a Perského zálivu a podíl zkapalněného zemního plynu v porovnání s plynem přepravovaným plynovodem se výrazně zvýšil.

Tato kombinace, která je klíčovým prvkem strategie reakce na ruský útok na Ukrajinu, by však ve střednědobém horizontu mohla vést k určité cenové nestabilitě. Na jedné straně stále přicházejí dodávky z problematických oblastí světa, na druhou stranu se snížil výskyt velmi dlouhodobých smluv s předem stanovenými cenami, které jsou typické pro obchodování s plynem dodávaným plynovody. Například v současné době se USA podílejí na dovozu zkapalněného zemního plynu do Evropy z 50 %. Pokud by Asie mohla v důsledku změny podmínek na straně poptávky nabídnout vyšší ceny, američtí výrobci by snížili dodávky do Evropy, což by způsobilo zvýšení cen a snížení dostupnosti. Nezdá se však, že by se tento scénář mohl v nadcházejících měsících naplnit.

Závěrem lze říct, že nevidíme žádné faktory, které by mohly v krátkodobém horizontu výrazně změnit dynamiku vývoje cen těchto hlavních energetických surovin. Inflace se tak bude nadále blížit cílům centrálních bank, které pak podle očekávání brzy přistoupí ke snižování sazeb.

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, investiční ředitel Itálie, UniCredit SpA



## Odpovědi z Rakouska

### HODNOTA NEBO RŮST? SROVNÁNÍ INVESTIČNÍCH PŘÍSTUPŮ

V současném složitém ekonomickém prostředí, které se vyznačuje geopolitickými výzvami a novými disruptivními technologiemi, si investoři kladou otázku, zda se mají při investování do akcií zaměřit spíše na hodnotové nebo růstové akcie. Většinu akcií lze zařadit do těchto dvou kategorií a z toho pak vyplývají různé investiční filozofie. Co přesně se ale za těmito pojmy skrývá?

#### Růstové akcie

Díky nadprůměrnému tempu růstu jsou tyto akcie oblíbené zejména u investorů, kteří jsou tolerantní k riziku a orientují se na příjmy. Nejvýznamnější příklady těchto akcií, např. Apple a Alphabet, pocházejí z technologického sektoru. Růstové akcie obvykle přitahují zvláštní pozornost během hospodářského vzestupu. Společnosti jako Apple, Amazon nebo Tesla často vedou vizionářští a charismatičtí podnikatelé jako Steve Jobs, Jeff Bezos nebo Elon Musk, jejichž vize jsou často středem pozornosti médií.

Zisky jsou investovány především do dalšího rozšiřování podnikatelských aktivit a dalšího růstu, zatímco dividendy jsou investorům vypláceny jen zřídka. Tyto společnosti mohou svými inovacemi změnit celá průmyslová odvětví, což obvykle znamená, že se očekávají prudce rostoucí zisky. Investice do růstových akcií je sázkou na budoucnost a klíčovým znakem této třídy aktiv je obvykle relativně vysoký poměr ceny k zisku (P/E).

#### Hodnotové akcie

Hodnotové akcie jsou akcie podniků s vysokou vnitřní hodnotou. V porovnání s růstovými akciemi se očekává malý nárůst budoucích peněžních toků, a tedy i hodnoty společnosti nebo ceny akcií. Tyto akcie obvykle patří do tradičních sektorů, jako jsou energetika nebo základní spotřební zboží, ale lze je nalézt i v jiných oblastech, například v informačních technologiích. Mezi známá jména patří Unilever, Exxon a Cisco.

Takové podniky mají obvykle pevný a osvědčený obchodní model s relativně stálým ziskem. Vzhledem k důslednému uplatňování tohoto modelu u nich méně dochází k výkyvům hodnoty, a proto se některým investorům zdají poněkud nudné. K udržení podnikatelských aktivit jsou obvykle nutné nižší investice do dlouhodobého majetku. V důsledku nižších kapitálových požadavků na budoucí investice mohou být zisky pravidelně vypláceny investorům ve formě dividend. Na rozdíl od růstových akcií jsou tyto podniky obvykle stabilnější a méně dynamické. S ohledem na nižší očekávaný růst jsou „hodnotové“ podniky ve srovnání s „růstovými“ akciemi většinou oceněny níže. Na druhou stranu je pravděpodobné, že bude vyplacen vysoký dividendový výnos.

Ať už investují do růstových nebo hodnotových akcií, investoři chtějí dosáhnout co nejvyšších zisků při co nejnižším riziku. Která strategie je ta správná, se analyzuje již mnoho let. Přestože jsou hodnotové akcie spíše konzervativní volbou, dosahují dlouhodobě konzistentní výkonnosti. Růstové akcie často přesvědčily v krátkodobém horizontu, ale vždy se najdou případy zveličování a souvisejících korekcí.

Za výstižný považuji názor Warrena Buffetta, že „žádné hodnotové a růstové akcie neexistují“. Je mnohem důležitější najít dobré obchodní modely s dobrým managementem a koupit takové podniky se slevou. Základním předpokladem úspěšných dlouhodobých investic do akcií je proto podrobná a hloubková průběžná analýza jednotlivých podniků.

**OLIVER PRINZ**, *spoluředitel pro investice, UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG*

## Odpovědi z Německa

### CO JE PŘÍČINOU BOOMU JAPONSKÝCH AKCIÍ?

Dne 22. února překonal Nikkei 225, nejdůležitější index japonského akciového trhu, po 34 letech historické maximum dosažené na konci prosince 1989. Index poprvé v historii uzavřel na hodnotě vyšší než 39 000 bodů. Po silných výsledcích v loňském roce vzrostl index za první dva měsíce roku o dalších 17 %. Těží nejen ze slabého japonského jenu, který zvýšil zisky japonských společností zaměřených na vývoz, jež mají mezi tokijskými akciemi velkou váhu, ale také ze skutečnosti, že investoři se zřejmě stále více odvracejí od čínského trhu v důsledku nedávného neuspokojivého hospodářského vývoje a geopolitického napětí mezi touto zemí a Západem.

Oživení na japonském akciovém trhu je však také především důsledkem strukturálních změn v samotném Japonsku: reformy bývalého premiéra Šinzóa Abeho, opatření ke zlepšení správy a řízení podniků, daňově zvýhodněné strategie zpětného odkupu akcií a výplaty dividend a přímá podpora ze strany japonské centrální banky v podobě nákupů fondů obchodovaných na burze podporují mezinárodní konkurenceschopnost japonských podniků a ocenění japonských akcií. Japonská ekonomika se po desetiletích, kdy se potýkala s deflací vedoucí k nedostatku investic, poklesu tržeb a snižování mezd, stabilizovala. Inflace v posledních dvou letech znatelně vzrostla (i když ne tak výrazně jako v eurozóně nebo v USA). Podle nejnovější prognózy japonské centrální banky se však očekává, že v letošním roce klesne zpět na 2,4 %.

Problémy by akciovému trhu mohla případně způsobit potenciální blížící se normalizace měnové politiky. Japonská centrální banka je zatím jedinou významnou centrální bankou, která stále drží svou klíčovou úrokovou sazbu v záporných hodnotách. Pokud by jen kvůli rostoucím úrokovým sazbám posiloval, mohlo by to mít negativní dopad na japonské podniky zaměřené na vývoz. Nedávné údaje o slabším než očekávaném růstu, které naznačují, že inflace navzdory vyhlídkám na vyšší mzdy brzdí domácí spotřebu, však poskytují dobré argumenty zastáncům dlouhodobě uvolněné měnové politiky. Investoři by měli sledovat japonské akcie jako možný (malý) doplněk svých portfolií, protože jejich ocenění se navzdory silné výkonnosti dosahované v posledních měsících stále nezdá být vysoké.

**PHILIP GISDAKIS**, investiční ředitel Německo, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)

## VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	8. 3. 23	8. 3. 19	6. 3. 20	8. 3. 21	8. 3. 22	8. 3. 23	8. 3. 19	1. 1. 24
Do	8. 3. 24	8. 3. 20	8. 3. 21	8. 3. 22	8. 3. 23	8. 3. 24	8. 3. 24	8. 3. 24
<b>Aktiové indexy (celkový výnos, v %)</b>								
MSCI World (v USD)	28,3	6,9	29,3	4,6	-0,5	28,3	83,2	7,0
MSCI Emerging Markets (v USD)	10,4	-0,2	32,5	-14,2	-7,7	10,4	16,0	1,5
MSCI US (v USD)	33,3	10,4	32,8	9,1	-3,2	33,3	102,9	7,6
MSCI Europe (v EUR)	13,2	0,8	15,6	3,2	15,0	13,2	57,8	5,6
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	14,2	1,6	32,7	-14,1	-3,0	14,2	30,1	5,2
STOXX Europe 600 (v EUR)	13,1	1,6	16,7	2,1	14,6	13,1	58,0	5,5
DAX 40 (Německo v EUR)	14,0	0,2	24,6	-10,8	21,8	14,0	55,5	6,3
MSCI Italy (v EUR)	28,8	2,7	13,0	-3,3	30,0	28,8	88,6	11,1
ATX (Rakousko, v EUR)	1,3	-8,7	22,5	-1,8	24,2	1,3	37,8	-1,6
SMI (Švýcarsko, v CHF)	9,7	7,4	15,2	5,1	1,9	9,7	45,9	5,2
S&P 500 (USA, v USD)	32,9	10,3	30,8	10,7	-2,7	32,9	103,2	7,7
Nikkei (Japonsko, v JPY)	41,6	-1,2	41,2	-12,3	17,3	41,6	108,6	18,7
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-9,6	11,1	25,3	-14,6	-3,2	-9,6	8,0	3,3
<b>Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	2,3	21,2	-4,9	-0,2	-14,3	2,3	1,2	-1,0
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	3,2	15,3	-4,2	-1,5	-10,3	3,2	1,1	-0,5
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	7,6	17,2	-0,4	-3,6	-8,5	7,6	11,1	0,0
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	6,0	8,4	-4,1	-3,1	-18,7	6,0	-13,1	-1,4
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	6,7	8,9	-1,2	-3,2	-16,5	6,7	-7,4	-0,4
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	7,7	4,7	1,2	-4,7	-9,8	7,7	-1,7	0,1
<b>Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	17	-193	89	28	211	17	146	22
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-11	-186	25	88	267	-11	173	20
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-32	-164	-3	113	230	-32	138	14
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-39	-79	41	38	258	-39	217	25
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-45	-89	18	43	263	-45	192	15
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-76	-66	-5	108	280	-76	237	15
<b>Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)</b>								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-31	20	-47	47	-22	-31	-30	-5
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-101	154	-207	46	6	-101	-92	-8
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-18	8	-33	62	-15	-18	4	-15
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-59	41	-120	167	-89	-59	-65	-46
<b>Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)</b>								
Libor (USD, 3 měsíce)	43	-170	-71	52	442	43	299	-1
Euribor (EUR, 3 měsíce)	99	-17	-6	4	344	99	425	3
<b>Směnné kurzy eura (změna v %)</b>								
Americký dolar (EUR-USD)	3,6	0,6	4,7	-8,2	-3,2	3,6	-2,6	-1,1
Britská libra (EUR-GBP)	-4,1	1,5	-1,6	-3,0	7,1	-4,1	-0,9	-2,0
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-3,3	-6,7	4,7	-8,8	-1,8	-3,3	-15,3	3,5
Japonský jen (EUR-JPY)	11,9	-5,5	8,3	-2,2	14,8	11,9	29,1	3,0
<b>Komodity (změna v %)</b>								
Komoditní index (GSCI, v USD)	18,5	29,0	-2,6	21,0	-11,5	18,5	59,4	5,5
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-6,3	-12,5	41,5	45,8	-27,1	-6,3	22,5	-1,8
Zlato (v USD za ryzí unci)	18,9	29,7	0,8	22,3	-11,4	18,9	67,4	5,2
Ropa (Brent, v USD za barel)	0,6	-31,0	50,0	87,5	-35,4	0,6	24,9	5,8

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 cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny. Takzvané syntetické dluhopisy se vypočítávají tak, aby odrážely výkonnost státních dluhopisů s pevnou splatností. V každém případě se jako referenční hodnota pro možnost výnosu (výnosovou příležitost) syntetického dluhopisu použije „nejvhodnější“ reálný federální dluhopis v příslušném období. Vývoj očekávaného výnosu do doby splatnosti je uveden za následujících podmínek: obsluha úrokových plateb, odkup v souladu s podmínkami a držba do splatnosti. V tomto ohledu jde o výnosovou příležitost. Výnosové příležitosti odrážejí to, jak investoři odlišně hodnotí rizika spojená s příslušnými produkty nebo zeměmi (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují náklady. V případě měn a komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 8. 3. 2024.

# Právní upozornění

Tato publikace společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank GmbH (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“) je určena široké veřejnosti a je poskytována zdarma pouze pro informační účely. Předmětné sdělení nepředstavuje investiční doporučení ani poradenství ze strany skupiny UniCredit a rozhodně nejde o žádnou nabídku určenou veřejnosti ani o výzvu k nákupu nebo prodeji cenných papírů. Informace obsažené v tomto dokumentu nejsou investičním výzkumem ani finanční analýzou, protože kromě toho, že obsahují pouze vybrané skutečnosti, nejsou zpracovány v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k prosazování nezávislosti investičního výzkumu, a nevztahuje se na ně zákaz obchodování před šířením investičního výzkumu.

Skupina UniCredit, včetně všech společností z této skupiny a ostatních společností ze skupiny UniCredit, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím uvedeným v tomto dokumentu. Viz <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Veškeré odhady nebo hodnocení obsažené v této publikaci představují nezávislý názor skupiny UniCredit a stejně jako veškeré informace v ní obsažené jsou uváděny v dobré víře na základě údajů dostupných k datu zveřejnění, převzatých ze spolehlivých zdrojů, avšak mají čistě orientační charakter a mohou se kdykoli po zveřejnění změnit, přičemž skupina UniCredit za jejich úplnost, správnost a pravdivost neručí a nenese za ně žádnou odpovědnost. Zájemci proto musejí učinit vlastní investiční posouzení zcela samostatně a nezávisle, přičemž musejí vycházet výhradně z vlastních úvah o podmínkách na trhu a z celkově dostupných informací, a to v souladu se svým rizikovým profilem a ekonomickou situací. Investice jsou spojeny s rizikem. Před jakoukoli transakcí s finančními nástroji si prosím prostudujte příslušné nabídkové dokumenty.

Je třeba také poznamenat následující:

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

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

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

Informace a údaje obsažené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 8. března 2024.





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



**Adresa**  
Želetavská 1525/1  
140 92 Praha 4 – Michle



**Online**  
[unicreditgroup.eu/clientsolutions](https://unicreditgroup.eu/clientsolutions)