



►► Poslední samuraj

Rozdílné postoje světové
měnové politiky a historický
posun v Japonsku

Investiční strategie skupiny

Výhled č. 3/2024

Obsah

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	9
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	13
JAK INVESTOVAT	15



Souhrnný přehled

Poslední samuraj



USA

Očekává se, že v roce 2024 dojde k „měkkému přistání“ americké ekonomiky s celkovou mírou růstu kolem 2 %. Silná soukromá spotřeba vedla v druhé polovině loňského roku k 4% anualizovanému tempu růstu. Tento trend však nebude mít dlouhého trvání, protože nadměrné úspory soukromých domácností se vyčerpají a pravděpodobně se zvýší počet nesplácených spotřebitelských úvěrů. Růst mezd zůstává nad 4 %, ale očekává se, že poptávka po pracovní síle se zmírní. Plánovaný nábor nových zaměstnanců klesl v malých podnicích na nejnižší úroveň od května 2020 a ukazatele vypovídající o úbytku pracovních míst se zvýšily. Očekává se, že fiskální politika, která v loňském roce přispěla k růstu HDP, bude mít v letošním roce neutrální až negativní dopad. Americká centrální banka (Fed) si zachovala opatrný postoj s klíčovou úrokovou sazbou na 5,50 % a tempo snižování rozvahy ponechala beze změny.



EUROZÓNA

Potvrzujeme naši mírně pozitivní prognózu růstu eurozóny, která pro letošní rok počítá s růstem o 0,5 %. Trh práce je i přes rok a půl trvající hospodářskou stagnaci stále odolný, zejména ve veřejném sektoru a stavebnictví. Míra nezaměstnanosti zůstává na rekordně nízké úrovni a údaje o volných pracovních místech naznačují pomalý pokles. Zdravý trh práce pomáhá omezit rizika pro ekonomiku a umožňuje Evropské centrální bance (ECB) posoudit udržitelnost poklesu inflace. Očekává se, že cyklus uvolňování ECB bude postupovat pomalu, pravděpodobně tempem 25 bazických bodů za čtvrtletí až na 3,25 % pro depozitní sazbu do konce roku 2024. Rizika tohoto scénáře jsou vyvážená. Na jedné straně by ECB mohla snížit úrokové sazby méně, než se očekávalo, pokud geopolitické napětí způsobí nárůst cen energií, narušení dodavatelského řetězce nebo zavedení rozsáhlých cel. Naopak výrazné zhoršení situace na trhu práce bez hospodářského oživení by mohlo vést k posunu směrem k holubičímu postoji.



ČÍNA

Čínská ekonomika zaznamenala v březnu mírné oživení, přičemž sektor služeb vykázal zlepšení. K dosažení vládního cíle růstu, který v letošním roce činí přibližně 5 %, je však zapotřebí další vládní podpory. Ekonomika se plně nezotavila, což se od roku 2022 projevuje špatnou náladou spotřebitelů. Míra inflace se mírně zvýšila, pravděpodobně v důsledku poptávky související s dovolenými. Čínská lidová banka přijala pouze mírná měnověpolitická opatření, přičemž největší podporu získala z emise dluhopisů s účelovým určením pro infrastrukturní účely. Pokud nedojde k výraznému makroekonomickému šoku, neočekávají se žádná rozsáhlá stimulační opatření, přičemž vláda by měla přejít na model růstu více orientovaný na spotřebu.



FINANČNÍ TRHY

Positivní náladu investorů na finančních trzích podpořily solidní ekonomické údaje a vyhlídky na „měkké přistání“ v USA a eurozóně. Indexy S&P 500 a Euro Stoxx 50 pokračovaly ve vzestupném trendu až do začátku dubna, zatímco cenné papíry s pevným úrokem zažívaly náročnější období. Ceny ropy se v důsledku nedostatečné nabídky a geopolitického napětí na Blízkém východě dostaly na nejvyšší úroveň od října 2023. Ceny zlata rovněž vzrostly a dosáhly nových maxim, a to díky vysoké poptávce soukromých investorů, regionů s vysokou spotřebou zlata, jako je Čína a Indie, a centrálních bank. Rychlý růst však naznačuje vysokou míru spekulací, což zvyšuje riziko korekce. Kurz eura vůči dolaru mírně oslabil v důsledku rostoucích výnosů v USA a dříve očekávaného snížení úrokových sazeb.



Dopis investičních ředitelů

Poslední samuraj

Rok 2024 překvapivě odstartoval mimořádně dobrými hospodářskými výsledky v prvním čtvrtletí. Zatímco mnozí účastníci trhu očekávali, že hospodářská aktivita, zejména v USA, po silném čtvrtém čtvrtletí loňského roku výrazně ochladne, americká ekonomika navzdory trvale vysokým úrokovým sazbám a inflaci nevykazuje téměř žádné známky oslabení. To je nejzřetelněji vidět na údajích z trhu práce, kde americká ekonomika v prvním čtvrtletí vytvořila téměř 830 000 pracovních míst. To je víc než průměrných 640 000 nových pracovních míst vytvořených ve třetím a čtvrtém čtvrtletí loňského roku a také výrazně více než 600 000 pracovních míst, která se očekávala.

V USA byla v posledních letech hlavním inflačním faktorem silná poptávka po pracovní síle a s ní spojený růst mzdových nákladů. Měsíční inflace v USA v posledních týdnech nečekaně zrychlila, zatímco v eurozóně inflace v poslední době pokračovala v klesajícím trendu. Tento vývoj spolu se silnými ekonomickými údaji z USA vedl ke znatelnému nárůstu výnosů amerických dluhopisů. Důvodem je skutečnost, že se postupně stále víc odsouvá účastníky trhu očekávané datum předpokládaného prvního snížení úrokových sazeb americkou centrální bankou Fed. Zatímco ještě loni na podzim trh předpokládal, že k prvnímu snížení úrokových sazeb Fed by mohlo dojít již v březnu 2024, od té doby se toto očekávání posunulo na červen. Po nejnovějších údajích o inflaci v USA však termínové trhy nyní očekávají první snížení sazeb až v září. Fed, který usiluje o brzký návrat k 2% inflačnímu cíli, bude pravděpodobně povzbuzován ve svém vyčkávacím postoji a nebude cítit tlak na (příliš) rychlé snižování úrokových sazeb. Japonská centrální banka se mezitím zapsala do ekonomické historie: prvním zvýšením úrokových sazeb po 17 letech opustila jako poslední z velkých centrálních bank politiku záporných úrokových sazeb (viz kapitola „Pohled zblízka“).

Skutečnost, že zářijové zasedání Fedu je v současnosti považováno za nejpravděpodobnější termín pro první snížení sazeb, samozřejmě nezůstává bez následků pro finanční trhy. Výnosy amerických státních dluhopisů s delší splatností v poslední době výrazně vzrostly. Nyní se obchodují na úrovni, která byla naposledy zaznamenána v listopadu 2023. V důsledku zvýšených výnosů v USA jsou rovněž atraktivnější investice v dolarové oblasti. V důsledku toho americký dolar v posledních týdnech výrazně posílil vůči téměř všem měnám. Tento vývoj doléhá na rozvíjející se trhy, protože tamní vlády a podniky si stále častěji půjčují v amerických dolarech a vysoké sazby v USA i silný dolar prodraží obsluhu dluhu. Poté, co vyhlídky na obrát úrokových sazeb, zejména v USA, doprovázel v posledních měsících růst cen akcií po celém světě, rostoucí výnosy v USA spolu se zvýšenými geopolitickými riziky v důsledku krize na Blízkém východě v poslední době měly opět negativní dopad na akciové trhy.

Při hodnocení situace je však třeba mít na paměti, že důvodem tohoto vývoje je silná americká ekonomika, což je pro akcie v zásadě dobré, neboť silná ekonomika obecně znamená rostoucí zisky podniků. Pokud by se růst výnosů zastavil, měla by být příznivá ekonomická situace opět klíčová. Přestože situace v Evropě je poněkud odlišná (Evropská centrální banka pravděpodobně v létě poprvé sníží sazby), silná poptávka z USA, které jsou motorem světového růstu, by měla mít na Evropu pozitivní hospodářský dopad. Z nejnovějších údajů jsou patrné první známky pozitivního trendu. Například průmyslová výroba v Německu v prvních dvou měsících roku překvapivě silně rostla.

Přesto není překvapením, že akciové trhy si po silném začátku roku dávají pauzu a zřejmě vstupují do poněkud volatilnější fáze, kdy se však akcie budou pohybovat v určitém rozmezí bez jasného trendu v podobě růstu nebo poklesu.

V nadcházejících měsících se investoři zaměří na údaje, které pravděpodobně ovlivní měnověpolitická rozhodnutí hlavních západních centrálních bank (tj. na inflaci a inflační faktory, jako je vývoj mezd a cen energií), a také na ekonomiku a vývoj podnikových zisků.

Pokud jde o výkonnostní potenciál evropských akcií, je třeba vzít v úvahu ještě jeden důležitý faktor: Těžké váhy v evropských akciových indexech mají spíše nadnárodní než vnitrostátní obchodní profil. To znamená, že poněkud slabší hospodářský vývoj v Evropě ve srovnání s USA nemusí nutně znamenat, že potenciál výnosů evropských akcií je výrazně nižší než u srovnatelných amerických akcií.

Pokud se podíváme například na německé akcie, konsenzus analytiků pro rok 2024 stále očekává spíše mírný růst podnikových zisků o 4 %. V letech 2025 a 2026 by však podle konsenzuálních odhadů měly růst v průměru dvouciferným tempem, tedy řádově stejným tempem, které se v tomtéž období očekává u amerických podniků. To je pozoruhodné, zejména s ohledem na skutečnost, že očekávání ohledně hospodářského růstu jsou zcela odlišná. V USA se v příštích dvou letech očekává 2% tempo růstu, v Německu však jen zhruba poloviční. Pokud však v návaznosti na silnou americkou ekonomiku dojde k růstu světové ekonomiky, měly by z toho díky svému mezinárodnímu obchodnímu profilu těžit i německé podniky.

Důsledky pro investiční strategii ve vyváženém portfoliu jsou jasné. Obě základní třídy aktiv, akcie i dluhopisy, nabízejí zajímavé potenciální výnosy. V této souvislosti se v současné době nejvíce jako vhodné výrazně měnit naši současnou alokaci investic. Při bližším pohledu nabízejí dluhopisy v amerických dolarech v současné době vysoké výnosy a skrývají potenciální cenové zisky v případě, že výnosy prudce klesnou (i když je to nyní méně pravděpodobné). V Evropě mají dluhopisy nižší aktuální výnosy než v USA, ale možný nárůst cen v důsledku potenciálně rychlejšího snižování úrokových sazeb ze strany ECB by neměl být ignorován. Pokud však úrokové sazby zůstanou na vysoké úrovni mnohem déle, než se očekává, nebo dokonce opět vzrostou (což v našem základním scénáři v současné době nepředpokládáme), nelze vyloučit růst výnosů, a tím i pokles cen dluhopisů.

Mezitím se domníváme, že světové akcie s vyváženou vahou zůstávají strategicky zajímavé. Nelze vyloučit případné komplikace v průběhu potenciálního volatilního pohybu v určitém rozmezí bez jasného trendu v podobě růstu nebo poklesu. Investoři se zálibou v riziku by to však mohli vnímat jako příležitost k selektivním nákupům. Pokud však jde o případný výrazný pohyb vzhůru, zejména v cyklických segmentech, rádi bychom v současné době ještě viděli potvrzení scénáře měkkého přistání. Pokud by se takový scénář stal jasnějším, mohli by investoři se zálibou v riziku zvážit přechod od dluhopisů na akcie s růstovým potenciálem.

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, spolutředitel pro investice, UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG



Pohled zblízka

Historický obrat: Japonská centrální banka ukončuje politiku záporných úrokových sazeb

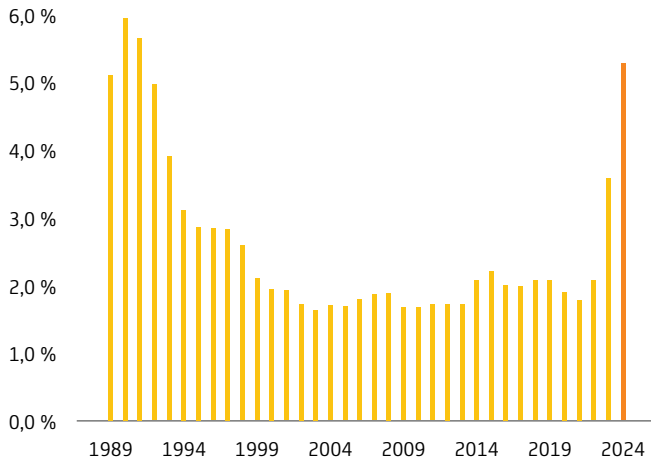
V polovině března japonská centrální banka překvapila trh a poprvé od roku 2007 zvýšila úrokové sazby, což většina účastníků trhu očekávala, ale nejdříve v dubnu. Stala se tak poslední významnou centrální bankou na světě, která otočila úrokové sazby směrem nahoru zvýšením své základní úrokové sazby do cílového pásma 0 % až 0,1 % poté, co ji v roce 2016 snížila na -0,1 % (viz graf 1). Podle prezidenta japonské centrální banky Kazuo Uedy dosavadní opatření „splnila svou úlohu“ při dosahování „dobrého cyklu růstu mezd a cen“. Japonská centrální banka se zároveň rozhodla ukončit kontrolu výnosové křivky poté, co několik let omezovala výnosy desetiletých státních dluhopisů na 1 %. Zastaveny budou také nákupy akciových fondů obchodovaných na burze (ETF) a investice do nemovitostí prostřednictvím investičních nástrojů, tzv. **J-REIT**¹⁾, a v průběhu příštího roku budou postupně omezovány nákupy krátkodobých dluhových cenných papírů a podnikových dluhopisů.

Jazýček na vahách ve prospěch tohoto rozhodnutí zřejmě vychýlily nedávné mzdové dohody. Výsledky předběžných kol mzdových jednání, tzv. jarní mzdové ofenzivy Šuntó, výrazně předčily očekávání. Odborové organizaci Rengo, která požadovala od velkých podniků zvýšení mezd o 5,8 %, se podařilo dosáhnout průměrného zvýšení o 5,3 %, což je největší skok za posledních 33 let (viz graf 1). Ještě důležitější však je, že základní mzda se zvýší o 3,7 %. Toto zvýšení by bylo výrazně vyšší než míra inflace, kterou japonská centrální banka předpokládá na úrovni mírně nad 2 %. Zda se vyšší reálné mzdy dočkají i zaměstnanci malých a středních podniků, se teprve uvidí. Mnoho uvedených podniků nemá finanční prostředky na splnění mzdových požadavků podobného rozsahu a zaměstnanci se smlouvou na částečný úvazek nemají obecně dostatečnou vyjednávací sílu. V prvním kole mzdových jednání oznámily malé a střední podniky, že budou svým zaměstnancům vyplácet o 4,4 % více, což zahrnuje i zvýšení základní mzdy o 2,7 %.

¹⁾ V Japonsku existují dva druhy realitních investičních fondů (REIT). Jedním je veřejný REIT, který je kótován na burze, a druhý je soukromý REIT. Pojmem „J-REIT“ se v Japonsku běžně rozumí ten první z nich.

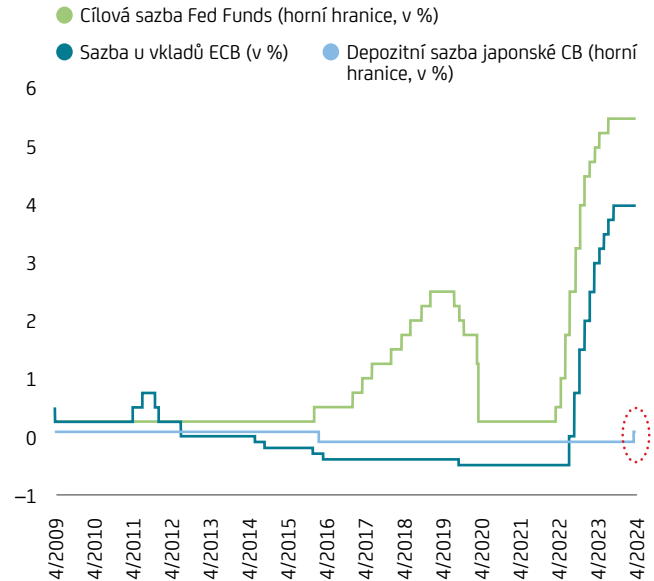
1. JAPONSKÁ CB ZVÝŠENÍM ÚROKOVÝCH SAZEB OHLAŠUJE NOVOU ÉRU MĚNOVÉ POLITIKY

NEJVYŠŠÍ ZVÝŠENÍ MEZD DOSAŽENÉ V RÁMCI ŠUNTŮ ZA 33 LET



Zdroj: Rengo, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit
Sledované období (pravý graf): 12. 4. 2009 – 12. 4. 2024

PRVNÍ ZVÝŠENÍ ÚROKOVÝCH SAZEB JAPONSKOU CB PO VÍCE NEŽ 25 LETECH



Rozhodnutí o zvýšení úrokových sazeb nebylo jednomyslné. Dva z devíti hlasujících členů výboru centrální banky chtěli ponechat základní úrokovou sazbu beze změny. Každopádně i přes zvýšení sazeb bylo sdělení vysílané japonskou centrální bankou spíše **holubičí**²⁾. Centrální banka prozatím hodlá zachovat v podstatě vstřícné podmínky měnové politiky: Ozámila, že bude pokračovat v nákupu státních dluhopisů v celkovém objemu zhruba 6 bilionů JPY (přibližně 36 miliard EUR) za měsíc a upravovat je v závislosti na ekonomickém vývoji. Od zavedení politiky záporných úrokových sazeb a kontroly výnosové křivky v roce 2016 japonská centrální banka postupně rozšiřovala své portfolio státních dluhopisů a nyní drží přibližně polovinu všech japonských státních dluhopisů. Prozatím také nebude agresivně rozprodávat velké podíly držené v ETF, které v posledních letech masivně skupovala.

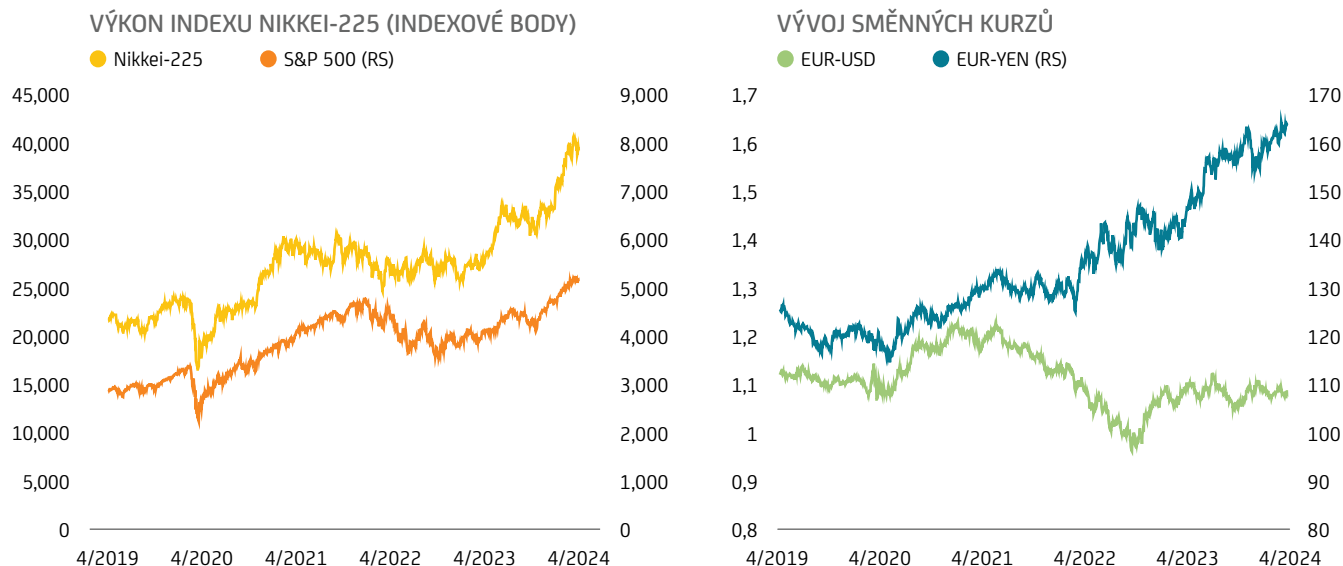
²⁾Holubičí je označení pro měnověpolitický postoj, který se více zaměřuje na stimulaci hospodářského růstu než na kontrolu inflace. Opakem je jestřábi postoj.

SÉRIE DALŠÍCH RYCHLÝCH ZVÝŠENÍ ÚROKOVÝCH SAZEB ZE STRANY JAPONSKÉ CB SE ZDÁ BÝT NEPRAVDĚPODOBŇÁ

Po 25 letech boje proti deflaci zahájila japonská centrální banka novou éru měnové politiky. Japonská ekonomika však neroste tak dynamicky, jak se doufalo. Teprve se uvidí, zda se obnovil „cyklus příznivého vývoje“ mezi mzdami, cenami a růstem, jak naznačil Ueda. To platí zejména v případě, že výrobní aktivita a spotřeba zůstanou slabé. Po výrazném lednovém propadu o 6,3 % poklesly v únoru soukromé výdaje domácností o 2,7 % (po očištění o další přestupný den). Prudký nárůst spotřeby je ve skutečnosti nepravděpodobný, a to navzdory výsledkům předběžných kol jednání o mzdách Šuntů a nedávným nečekaně dobrým maloobchodním tržbám. Série dalších rychlých zvýšení úrokových sazeb ze strany japonské centrální banky se proto zdá být nepravděpodobná.

Zdá se, že světové finanční trhy přijaly krok japonské centrální banky pozitivně. Opatření přijaté centrální bankou, jehož načasování bylo pro mnohé překvapením, nevedlo ke zpomalení růstu širšího japonského akciového trhu a index Nikkei-225 dosáhl na konci března nového rekordního maxima (viz graf 2), než v poslední době mírně poklesl. Pro zahraniční investory je nepříznivé, že pokračující uvolněná měnová politika zřejmě nadále negativně dopadá na japonský jen. Navzdory ukončení politiky záporných úrokových sazeb ze strany japonské centrální banky jen v poslední době dále oslaboval a v březnu klesl na nejnižší úroveň od roku 2008 (kurz vůči euru, viz graf 2). Ministr financí Shunichi Suzuki se proto nedávno cítil nucen upozornit, že při dalším oslabování jenu mohou úřady zakročit. V krátkodobém a střednědobém horizontu bude budoucí vývoj jenu a výnosů japonských státních dluhopisů pravděpodobně záviset především na tom, jak se bude vyvíjet americká ekonomika a který kurz měnové politiky zvolí Fed. Fed i ECB se připravují na první snížení sazeb v letošním roce (viz část Makroekonomická situace a trhy).

2. ZATÍMCO NIKKEI-225 V PRVNÍM ČTVRTLETÍ NADÁLE ROSTE, JEN ZŮSTÁVÁ POD TLAKEM



Poznámka: Nikkei-225 je cenově vážený průměr 225 nejlépe hodnocených japonských podniků (zdroj: Bloomberg). 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. Pořizovací náklady vynaložené při investování do měn se nezohledňují.

Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Sledované období: 12. 4. 2009 – 12. 4. 2024

Přestože se zdá, že byl dán signál k ukončení extrémně uvolněné měnové politiky v Japonsku, měnová politika pravděpodobně prozatím zůstane uvolněná, pokud centrální banka neuvidí riziko výrazného tlaku na růst základní inflace. Vzhledem ke slabému jenu, který zdražuje dovoz do Japonska, a tím zvyšuje náklady, by mohla být centrální banka nucena jednat později v průběhu roku. Nedávno to naznačil šéf centrální banky Ueda, který varoval, že velkorysé zvýšení cel by mohlo „od léta do podzimu“ podpořit inflaci. Podle Uedy je však centrální banka připravena reagovat na to svou měnovou politikou: „Pokud existuje riziko, že by mzdy a inflace mohly růst víc, než se očekává, a posunout **trendovou inflaci**³⁾ nad 2 %, pak bychom možná museli zvážit změnu měnové politiky.“ Úrokové sazby však pravděpodobně zůstanou prozatím pod úrovní inflace a reálná úroková sazba zůstane záporná i přes zpomalující inflaci. Pozornost se nyní soustředí na nadcházející výhled japonské centrální banky na konci dubna. Tento výhled by měl napovědět, jakou cestou by se banka mohla vydat při normalizaci své politiky.

Skutečnost, že japonská centrální banka dokázala ukončit roky trvající regulaci výnosové křivky, aniž by rozrušila trhy, by měla přimět centrální bankéře a ekonomy po celém světě, aby zpozorněli. Již zhruba deset let je mantrou, že nekonvenční měnověpolitická opatření, zejména regulace výnosové křivky, ale také rozsáhlé nákupy dluhopisů centrálními bankami (tzv. kvantitativní uvolňování), v sobě skrývají velká rizika, která se mohou projevit při ukončení nebo omezení takových opatření. Tato obava se zdá být neopodstatněná. Zaprvé, nejednalo se pouze o ukončení kvantitativního uvolňování. Centrální banky naopak začaly postupně snižovat objem držaných dluhopisů (zatím sice jen v malé míře). Zadruhé se zdá, že konec regulace výnosové křivky v Japonsku probíhá také bez narušení trhu, i když konečný soud v tomto ohledu se zdá být předčasný.

³⁾ Podle Uedy je trendová inflace měřítkem vývoje inflace, které nezohledňuje vlivy jednorázových faktorů.

Makroekonomická situace a trhy

Měnová politika centrální banky se blíží bodu zvratu

UKÁZALA SE SÍLA AMERICKÉ EKONOMIKY A FED ZACHOVÁVÁ VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB PRO ROK 2024

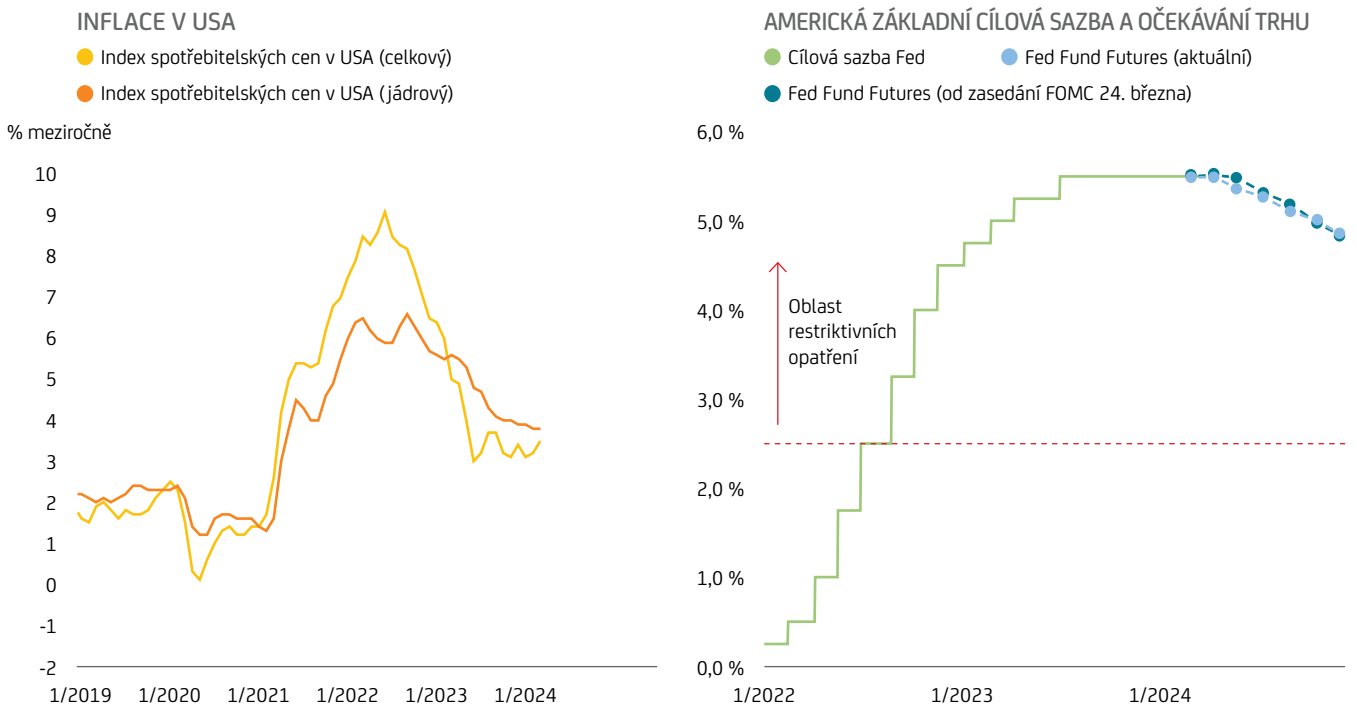
Podle nejnovějších ekonomických údajů nadále očekáváme „**měkké přistání**“⁴⁾ americké ekonomiky v roce 2024 s celkovým tempem hospodářského růstu kolem 2 %. Ve druhé polovině loňského roku rostla americká ekonomika meziročním tempem 4 %, což je především v důsledku soukromé spotřeby dvakrát rychlejší tempo než její trendový růst. Tento vývoj však nebude mít dlouhého trvání, protože nadměrné úspory domácností se budou nadále vyčerpávat a pravděpodobně se zvýší počet nesplácených spotřebitelských úvěrů. Růst mezd sice zůstává vytrvale nad 4 %, ale poptávka po pracovní síle by se měla zmírňovat. Plánovaný nábor nových zaměstnanců klesl v malých podnicích za poslední tři měsíce na nejnižší úroveň od května 2020 a ukazatele vypovídající o úbytku pracovních míst se zvýšily. Fiskální politika, která v loňském roce přispěla k růstu HDP pozitivně, bude mít v letošním roce pravděpodobně rovněž neutrální až negativní dopad. Proces dezinflace se ve Spojených státech poslední dobou zdá být tvrdým oříškem, neboť celková míra inflace v březnu mírně vzrostla na 3,5 % (z únorových 3,2 %) a jádrová míra inflace stagnovala na úrovni 3,8 %. Přesto očekáváme, že celková míra inflace do konce roku 2024 klesne na úroveň mírně nad 2 %, zatímco jádrová inflace bude následovat o čtvrt roku později (viz graf 3).

Americký Federální rezervní systém (Fed) na svém březnovém zasedání ponechal hlavní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 5,50 % (horní hranice cílového rozpětí) a zachoval tempo snižování bilanční sumy. Na tiskové konferenci Powell jako předseda Fedu uvedl, že nejnovější údaje o inflaci ospravedlňují pokračující opatrný postoj Fedu, a zopakoval, že ke snížení sazeb je zapotřebí více údajů. Zároveň však uvedl, že vyšší inflace v lednu a únoru nezměnila základní hodnocení výhledu inflace ze strany Fedu a že snížení sazeb bude pravděpodobně vhodné „někdy“ v tomto roce. Fed navíc v letošním roce výrazně revidoval prognózu růstu a mírně zvýšil prognózu jádrové inflace. V souladu s tím se „**bodový graf**“⁵⁾ prognóz úrokových sazeb mírně posunul směrem nahoru, ale mediánová hodnota grafu stále ukazuje na snížení sazeb o 75 bazických bodů v letošním roce (což odpovídá třem snížením sazeb), k čemuž se trhy do značné míry přiklonily (viz graf 3). Nakonec Powell uvedl, že Fed pravděpodobně „poměrně brzy“ zpomalí tempo snižování bilanční sumy centrální banky. Nadále se domníváme, že Fed začne snižovat sazby v létě, a na příštím květnovém zasedání očekáváme oznámení o zpomalení tempa snižování bilanční sumy, které by mělo začít v červnu letošního roku.

⁴⁾ V ekonomii se „měkkým přistáním“ obvykle rozumí cyklický hospodářský pokles, který nevede k recesi.

⁵⁾ Takzvaný „bodový graf“ je grafickým znázorněním jednotlivých prognóz úrokových sazeb 18 členů Federálního výboru pro volný trh (FOMC).

3. POKLES AMERICKÉ INFLACE SE ZDÁ BÝT TVRDÝM OŘÍŠKEM, TRHY SLEDUJÍ VÝHLED SAZEB FED



Zdroj: BLS, Bloomberg, Fed, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

EKONOMIKA V EUROZÓNĚ OŽIVUJE, ECB NAZNAČUJE KONEC RESTRIKTIVNÍ MĚNOVÉ POLITIKY

Na základě nejnovějších zveřejněných ekonomických ukazatelů potvrzujeme naši prognózu růstu eurozóny, která pro letošní rok předpokládá mírně kladný růst ve výši přibližně 0,5 %. Indexy nákupních manažerů za březen nyní jasněji naznačují, že ekonomika dosáhla svého dna a měla by se postupně zotavovat. Přes rok a půl trvající hospodářskou stagnaci zůstává trh práce odolný díky přijímání nových zaměstnanců, zejména ve veřejném sektoru a stavebnictví, kde byla zaměstnanost v poměru k hospodářské aktivitě obzvláště vysoká (na rozdíl od trhu služeb). Ačkoli se zdá, že růst zaměstnanosti zpomaluje, míra nezaměstnanosti zůstává na rekordně nízké úrovni (viz graf 4) a údaje o volných pracovních místech ukazují na pomalé uvolňování na trhu práce. Zdravý trh práce hraje klíčovou roli při omezování rizik pro ekonomiku a dává Evropské centrální bance čas na posouzení udržitelnosti poklesu inflace. Obavy ze silných mzdových tlaků a vysokých jednotkových nákladů práce se však zdají být přehnané.

Na dubnovém zasedání ECB ponechala svou měnovou politiku beze změny, ale připravila si půdu pro snížení úrokových sazeb na červnovém zasedání, kdy budou k dispozici také nové prognózy růstu a inflace. Centrální banka nechtěla vysílat žádné signály o vývoji úrokových sazeb po datu prvního snížení sazeb. Vzhledem k nejistotě ohledně tempa dezinflace v sektoru služeb, geopolitickému prostředí a nastavení měnové politiky Fed však nadále předpokládáme, že cyklus uvolňování měnové politiky Evropské centrální banky bude postupovat pomalu, pravděpodobně tempem 25 bazických bodů za čtvrtletí až na 3,25 % u depozitní sazby do konce roku 2024. K tomuto scénáři v podstatě směřuje také trh (viz graf 4). Rizika ohrožující náš scénář považujeme za vyvážená. Na jedné straně by ECB mohla snížit úrokové sazby méně výrazně, než očekáváme, pokud by eskalace geopolitického napětí vedla k prudkému nárůstu cen energií, narušení dodavatelského řetězce nebo zavedení rozsáhlých cel. Na druhou stranu výrazné zhoršení situace na trhu práce při absenci oživení ekonomické aktivity by bylo zřejmým podnětem pro **holubičí**⁶⁾ změnu kurzu. ECB dala rovněž jasně najevo, že její měnová politika je nezávislá na měnové politice Fedu. Zprv proto, že inflace v USA se liší od inflace v eurozóně, zadruhé směnný kurz není jediným kanálem, který je třeba sledovat. Rozsah, ve kterém může vývoj úrokových sazeb Fed ovlivnit měnovou politiku v eurozóně, závisí také na širších finančních podmínkách. Pokud by se například očekávání trhu ohledně snížení sazeb Fedu dále snížila, mohlo by to oslabit směnný kurz eura vůči dolaru a vést k uvolnění finančních podmínek. V současné době je obtížné předem říci, jak se finanční podmínky nakonec zachovají a zda to povede ke slabšímu cyklu snižování úrokových sazeb ze strany ECB.

⁶⁾ Pojem „holubičí“ označuje podpůrný postoj centrální banky, jehož cílem je udržovat nízké úrokové sazby a podpořit hospodářský růst.

4. TRH PRÁCE V EUROZÓNĚ JE V DOBRÉ KONDICI, ECB OZNÁMILA PRVNÍ ZVÝŠENÍ ÚROKOVÝCH SAZEB V ČERVNU

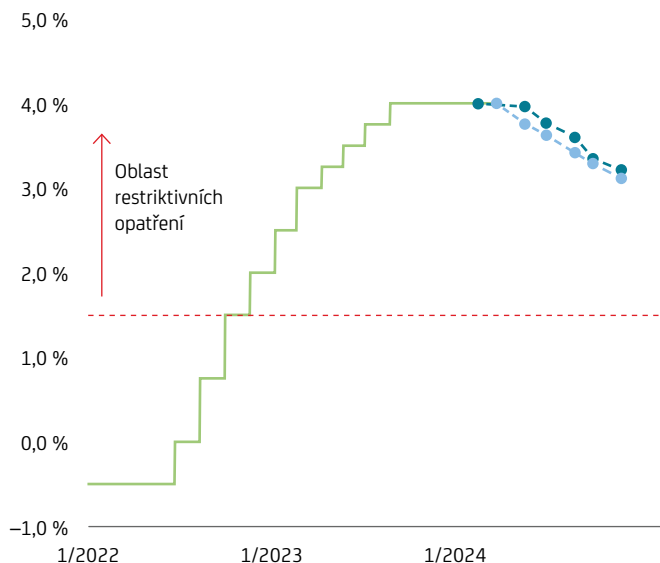
TRH PRÁCE V EUROZÓNĚ

- Míra nezaměstnanosti, eurozóna
- Poměr volných pracovních míst k celkovému počtu pracovních míst, eurozóna (R5)



ZÁKLADNÍ ÚROKOVÁ SAZBA V EUROZÓNĚ A OČEKÁVÁNÍ TRHU

- Depozitní sazba ECB
- OIS ESTR (aktuální)
- OIS ESTR (od zasedání ECB 24. března)



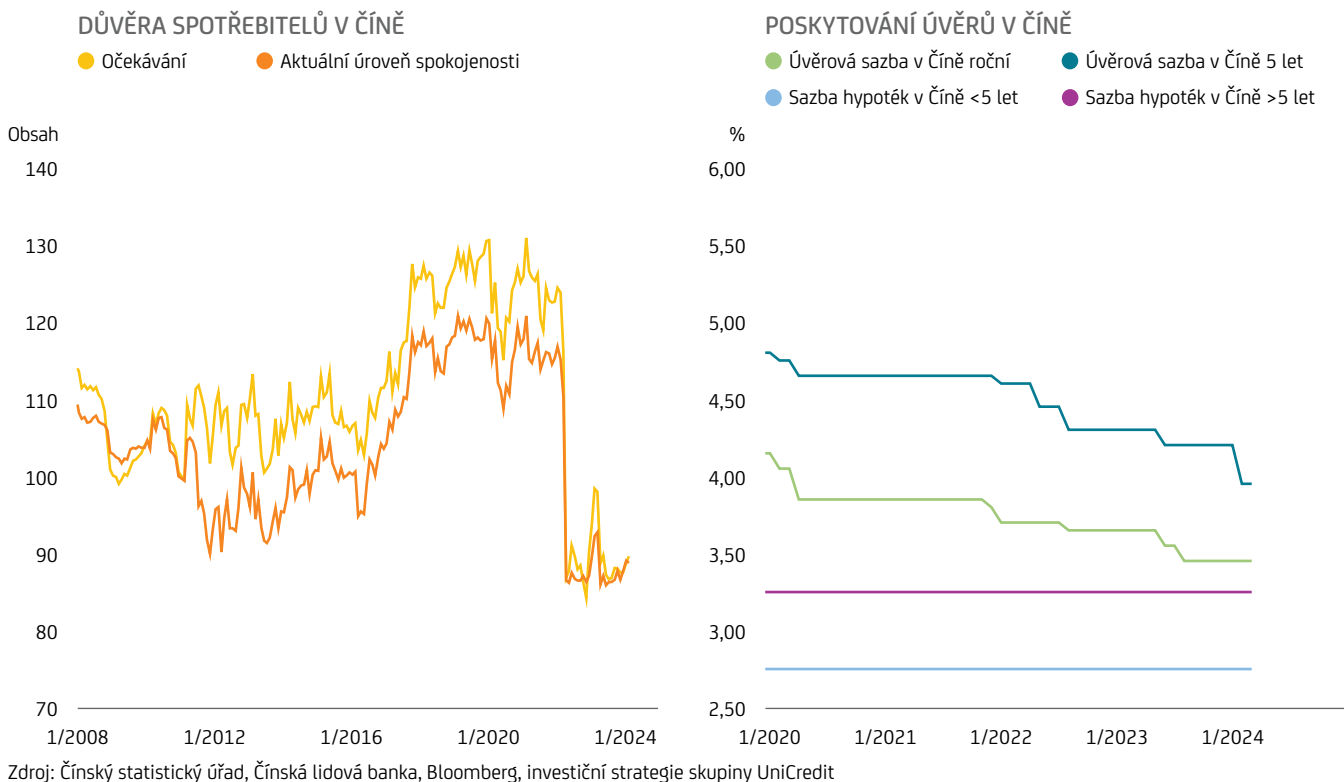
Poznámka: OIS ESTR: Krátkodobá sazba pro jednodenní indexové swapy v eurech.
Zdroj: Eurostat, Bloomberg, ECB, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

ČÍNA: MÍRNÉ OŽIVENÍ POKRAČUJE, ALE STIMULAČNÍ OPATŘENÍ ZŮSTÁVAJÍ NA NÍZKÉ ÚROVNI

Prediktivní ukazatele v březnu nadále naznačují mírné oživení čínské ekonomiky, přičemž se zlepšují zejména indexy nákupních manažerů v sektoru služeb. To znamená, že hospodářské oživení pokračuje i po skončení mimořádného dopadu čínského nového roku, což považujeme za pozitivní pro další hospodářský vývoj. Nicméně i nadále předpokládáme, že k naplnění cíle čínské vlády dosáhnout v letošním roce růstu kolem 5 % bude zapotřebí další vládní podpory. Skutečnost, že se ekonomika dosud skutečně nezotavila, se odráží i v přetrvávající špatné náladě čínských spotřebitelů (viz graf 5). Ta se v roce 2022 výrazně propadla, protože vlny uzavírek v důsledku pandemie koronaviru (v souladu se strategií nulového covidu) a obavy o trh s nemovitostmi citelně otřásl důvěrou spotřebitelů. Od té doby se nálada trvale nezlepšila. V oblasti inflace byl nedávno zaznamenán mírný nárůst míry inflace poté, co v únoru meziročně vzrostla o mírných 0,7 %. Tento nárůst však pravděpodobně do značné míry souvisí s poptávkou kolem čínského nového roku a souvisejícími svátky. Donedávna v Číně neexistovaly žádné výrazné inflační tlaky, naopak od října loňského roku byla ekonomika charakterizována několikaměsíční deflací.

Pokud jde o měnovou politiku, vláda doposud přijala pouze mírná podpůrná opatření. Čínská lidová banka například nepřijala žádná významná stimulační opatření a pouze mírně upravila úrokové sazby různých úvěrových nástrojů (viz graf 5). Na fiskální straně bude většina vládní podpory pravděpodobně pocházet z emise účelově vázaných dluhopisů na infrastrukturní účely. Zatím se neočekávají žádná komplexní stimulační opatření, pokud nedojde k velkému makroekonomickému šoku, zatímco se vláda snaží přejít na model růstu zaměřený víc na spotřebu a omezit trh s nemovitostmi.

5. SPOTŘEBITELSKÁ NÁLADA V ČÍNĚ ZŮSTÁVÁ NÍZKÁ, MĚNOVÁ POLITIKA SE VÝRAZNĚJI NEUVOLŇUJE



POZITIVNÍ NÁLADA NA FINANČNÍCH TRŽÍCH, ALE S MÍRNÝMI KOMPLIKACEMI

Pozitivní náladu investorů v posledních týdnech zajistily také solidní ekonomické údaje, neboť se stále častěji objevovaly známky „měkkého přistání“ ekonomiky nejen v USA, ale i v eurozóně. V tomto kontextu index S&P 500 v posledních týdnech pokračoval v růstovém trendu, který započal na začátku roku, i když dynamika v poslední době stále víc zpomalovala, neboť ji negativně ovlivnila vyhlídka na pozdější snížení úrokových sazeb ze strany Fed. Index Euro Stoxx 50 tento trend následoval. Zatímco akcioví investoři se mohli těšit z dobrých ekonomických údajů, pro investory do pevně úročených cenných papírů nastaly těžší časy. Údaje o stabilnější inflaci v USA, silná ekonomika a vyhlídka na snížení úrokových sazeb ze strany Fed ještě v tomto roce vedly k růstu výnosů amerických dluhopisů. Výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů vzrostly od začátku března do poloviny dubna o dobrých 35 bazických bodů. Výnosy desetiletých německých státních dluhopisů se tomuto trendu zcela nevyhnuly, ale vzrostly pouze o necelých 5 bazických bodů (k 12. dubnu, viz tabulka).

Cena ropy na komoditních tržích v posledních týdnech pokračovala v růstovém trendu, přičemž hlavními faktory tohoto vývoje byly pokračující nedostatek nabídky ze strany zemí OPEC a geopolitické napětí na Blízkém východě. Cena ropy občas dosáhla 92 USD za barel, což je nejvyšší úroveň od října 2023. Cena zlata v posledních týdnech také nadále rostla a dosáhla nových maxim. Na svém vrcholu stál drahý kov necelých 2400 USD za trojskou unci. Domníváme se, že hlavními faktory vedoucími k nedávnému vzestupnému trendu jsou pokračující vysoká poptávka soukromých investorů (správců aktiv a zajišťovacích fondů) v důsledku zvýšené geopolitické nejistoty, pokračující poptávka po fyzickém zlatě z regionů s vysokou spotřebou drahých kovů, jako jsou Čína a Indie, a poptávka centrálních bank související s diverzifikací jejich rezerv. Podle našeho názoru však rychlý růst v posledních týdnech naznačuje také vysokou míru spekulací na trhu, což zvyšuje riziko korekce. Kurz eura vůči americkému dolaru ve sledovaném období mírně oslabil, což bylo způsobeno zejména růstem výnosů v USA a odhadem brzkého snížení úrokových sazeb v USA.

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 ¹⁾)	○	○	●
	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	○	●	○

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

Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ AKCIE

Podporují je vyhlídky na odolný růst a vstřícnější politiku centrálních bank.

NEUTRÁLNÍ EVROPSKÉ AKCIE

Ekonomika stagnuje, ale objevují se náznaky zlepšení. Trh práce zůstává stabilní a klesající inflace zvýší reálný příjem. ECB je na cestě k tomu, že v červnu zahájí uvolňování sazeb. Evropské akcie nabízejí dobré příležitosti investorům, kteří se zaměřují na hodnotu a kvalitu.

NEUTRÁLNÍ AMERICKÉ AKCIE

Růst HDP se pohybuje nad úrovní trendu, ale přetrvávající inflace zvyšuje nejistotu ohledně načasování a rozsahu cyklu uvolňování Fedu. Ocenění je 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 může díky fiskálním a měnovým záchranným balíčkům umožnit dosáhnout v omezené míře odpovídajícího plnění. V Latinské Americe může jestřábi Fed omezit rozsah brazilského cyklu uvolňování. V důsledku napětí na Blízkém východě se zvyšuje geopolitické riziko. Celkově jsou ceny akcií rozvíjejících se trhů nízké. 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. Japonská centrální banka ukončila éru záporných sazeb a upustila od politiky regulace výnosové křivky. Tyto kroky však byly přijaty pozitivně, neboť guvernér centrální banky Ueda zdůraznil, že japonská centrální banka hodlá postupovat na základě obdržených údajů a s další normalizací měnové politiky nespěchá. 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 v eurech.

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

Podporuje je klesající inflace a to, že ECB je na dobré cestě začít v červnu s uvolňováním sazeb.

NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU

Přetrvávající americká inflace zvyšuje riziko zpoždění nebo omezení rozsahu cyklu uvolňování Fedu.

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.

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

Klesající inflace, zejména v Latinské Americe, a atraktivní carry. V krátkodobém horizontu by je však mohl ovlivnit více jestřábi Fed, respektive silnější americký dolar.

PENĚŽNÍ TRHY – SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Zajímavé výnosy, ale vzhledem k očekávání, že Fed a ECB přistoupí ke snižování sazeb, 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

Nízké zásoby ropy, snížení produkce OPEC+, geopolitické napětí a vyšší hospodářský růst obrátily trend vývoje cen ropy. IEA nyní odhaduje, že zvýšená poptávka tlačí světové trhy s ropou do mírného deficitu nabídky. Kromě toho oživení ve zpracovatelském průmyslu vysvětluje růst cen průmyslových kovů s výjimkou železné rudy.

NEUTRÁLNÍ ZLATO

Zlato těží ze zvýšených nákupů centrálních bank, zejména Čínské lidové banky po zmrazení devizových rezerv ruské centrální banky z rozhodnutí USA a EU, a také z očekávání nižších sazeb a geopolitické nejistoty.

MĚNY

Americký dolar by měl být i ve druhém čtvrtletí podporován silným růstem v USA a tím, že Fed vzhledem k přetrvávající inflaci trpělivě čeká na vhodnou příležitost ke změně své politiky.

Jak investovat

Investiční nápady v současném scénáři



KAPITÁLOVÉ INVESTICE

NÁŠ NÁPAD: SVĚTOVÉ BANKY

Není žádným tajemstvím, že miliardář Warren Buffett miluje akcie bank a vlastní je již několik desetiletí. Banky splňují mnoho z „Buffettových nezbytných požadavků“: slouží důležitým společenským potřebám, jejich základní obchodní model je relativně jednoduchý na pochopení, a přestože se kvalita aktiv a struktura mnoha bank od finanční krize v roce 2008 výrazně zlepšila, sektor se stále obchoduje za výhodnou cenu.

Tento třetí bod by dnes nemohl být přesnější: v jednoletém forwardovém vyjádření poměru ceny k zisku (P/E) se sektor obchoduje na 9,4násobku, což je 47% diskont vůči trhu, zatímco v posledních 25 letech, mimo stresová období, byl diskont 15 až 30 %. Evropské banky jsou ještě levnější než průměr, obchodují se na 7,5násobku P/E, což je přibližně 35% diskont oproti americkým bankám. Dalším klíčovým ukazatelem, který je třeba při hodnocení potenciálu bank sledovat, je vývoj poměru ceny a účetní hodnoty (P/B) ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu (ROE), neboť mezi nimi existuje střednědobá korelace. V ideálním případě se ukazatele ROE a P/B pohybují společně: pokud banka dosahuje vyšší rentability vlastního kapitálu, investoři jsou pravděpodobně ochotni zaplatit vyšší cenu v poměru k účetní hodnotě, což vede k vyššímu poměru P/B. U bank v EU konsenzuální odhady v současnosti očekávají, že průměrná rentabilita vlastního kapitálu do konce roku 2024 dosáhne 11,2 %, a při současném poměru P/B na úrovni 0,86násobku existuje konstruktivní pohled na jejich potenciál přiblížit se v letošním roce ocenění P/B na úrovni 1,0násobku.

V prostředí pozitivních úrokových sazeb, kdy jsou banky kapitalizovány lépe než kdykoli předtím, tato nenáročná ocenění podle našeho názoru celkově nabízejí zajímavý potenciál k opětovnému zhodnocení.

Po překonání pandemie přijaly centrální banky agresivní opatření ke zkrácení inflace, zejména rychlé zvýšení úrokových sazeb Fedu o 525 bazických bodů během dvou let, což byl nejrychlejší cyklus zpříšňování sazeb za posledních několik desetiletí. Vedlo to ke zvýšení čistých úrokových výnosů bank, což je ukazatel rozdílu mezi úroky, které banky získávají z úvěrů, a úroky, které vyplácejí z vkladů. V roce 2024 investoři očekávali obrát cyklu a začátek fáze rychlého uvolňování – přetrvávající inflace a stabilní trh práce však částečně vedly k odložení snižování sazeb na rok 2025. Banky tak nadále profitují z makroekonomického prostředí a trajektorie jejich výnosů je pravděpodobně lepší, než zohlednily ve svých výhledech, což ponechává prostor pro pozitivní hodnocení v nadcházející výsledkové sezóně. Kromě silných čistých úrokových výnosů podporují optimismus investorů také první známky oživení úvěrové aktivity, zvyšující se očekávání růstu poplatků a nižší vnímaná rizika spojená s kvalitou aktiv, zejména v oblasti komerčních nemovitostí, přičemž index Stoxx Europe 600 Banks vzrostl od počátku roku (k 10. dubnu) na základě celkového výnosu o 17,7 % a index S&P 500 Banks o 15,2 % oproti širšímu trhu, který vzrostl přibližně o 10,1 %.

Nejde však jen o ocenění a makroekonomické ukazatele. Z historického hlediska je finanční sektor plný plátců dividend a málokterá společnost vyplácí dividendy tak konzistentně jako banky. V posledních dvou letech se díky prudce rostoucím ziskům z čistých úrokových výnosů zvýšil celkový výnos a manažeři se zaměřili na dividendy a zpětné odkupy, aby využili svůj přebytečný

kapitál. Přestože trh očekává, že celkové kapitálové výnosy poklesnou z rekordních hodnot, konsenzuální odhady celkových výnosů zůstávají pro roky 2024 i 2025 vysoké, přičemž se očekává, že evropské banky budou mít dividendový výnos 6,9 %, respektive 7,4 %, zatímco širší trh 2,2 %, respektive 2,4 %, a dalších zhruba 5 % peněžních prostředků bude ročně rozděleno akcionářům prostřednictvím zpětných odkupů.

S blížícím se novým cyklem uvolňování měnové politiky se citlivost na úrokové sazby stává klíčovým faktorem, který je třeba sledovat. Z tohoto důvodu lze nejzajímavější příležitosti nalézt v bankách s nižší citlivostí na úrokové sazby a diverzifikovanými zdroji příjmů, zejména poplatky za správu aktiv a podnikovým a investičním bankovníctvím, které ve střednědobém horizontu pravděpodobně pomohou zajistit stabilní výnosy, organickou tvorbu kapitálu a atraktivní rozdělení peněžních prostředků akcionářům.

INVESTICE DO DLUHOPISŮ

NÁŠ NÁPAD: SILNÝ RŮST V USA ODMĚŇUJE NEJRIZIKOVĚJŠÍ TŘÍDY AKTIV

V prvním čtvrtletí roku zaznamenal trh dluhopisů zřetelnou dichotomii mezi výkonností státních dluhopisů a ostatních tříd aktiv s pevným výnosem.

Zejména státní dluhopisy „hlavních“ zemí, jako jsou USA a Německo, zaznamenaly negativní výkonnost v důsledku silnějšího než očekávaného oživení inflace a ekonomiky. To se týkalo zejména Spojených států, kde byl zpochybněn možný začátek cyklu snižování sazeb a fakticky došlo k odložení jejich snižování až na červen a později. Výnos desetiletých státních dluhopisů vzrostl z 3,88 % na začátku roku na 4,20 % na konci března. Sazba u desetiletých německých státních dluhopisů vzrostla o 30 bazických bodů a na konci čtvrtletí dosáhla 2,30 %.

Síla americké ekonomiky naopak podpořila ostatní třídy aktiv s pevným výnosem. Kladné výnosy v tomto čtvrtletí zaznamenaly zejména podnikové dluhopisy, a to díky silným rozvahám zveřejněným podniky v Evropě i USA: Evropské cenné papíry s vysokým výnosem, které jsou produktem připomínajícím akciové trhy, vynesly 1,60 %, zatímco dluhopisy investičního stupně vzrostly o 0,40 %. Dluhopisy rozvíjejících se trhů dosáhly díky posílení amerického dolaru na měnových trzích a významnému přílivu profesionálních investorů rovněž mimořádně pozitivního výsledku, když od začátku roku vzrostly o 4,40 %. V důsledku toho se spready oproti státním dluhopisům v těchto třídách aktiv nadále snižovaly a klesly pod dlouhodobé historické průměry.

Výhled dluhopisových trhů zůstává v nadcházejících měsících mírně pozitivní. Zejména si všímáme, že od začátku roku se obrátila korelace mezi „hlavními“ státními dluhopisy a akciovými trhy. Konkrétně v posledních letech obě třídy aktiv rostly nebo klesaly současně, ale vzestupný trend na akciových trzích nebyl státními dluhopisy od ledna následován. V této souvislosti jsou státní dluhopisy ve vyvážených strategiích opět stabilizujícím faktorem portfolií díky kladnému výnosu do splatnosti a kuponovým platbám a bezpečným aktivem v případě rostoucí volatility na akciových trzích.

V oblasti podnikových dluhopisů zachováváme pozitivní postoj k úvěrům investičního stupně, jejichž rizikově očištěné výnosy jsou stále atraktivní, a to i přes podprůměrnou úroveň spreadu oproti státním dluhopisům. Ocenění vysoce kvalitních dluhopisů se může zdát nízké, ale podniky mají silné základy a vysoké zisky, které tyto úrovně ospravedlňují a umožní jim překonat případné budoucí výkyvy na trhu.

Úvěry jsou podporovány také technickými faktory. Přisun nových titulů v této třídě aktiv je i nadále velmi silný a nárůst nabídky nových emisí byl díky příznivému prostředí zatím snadno absorbován. Mnohé z nových emisí plánovaných na rok 2024 byly přesunuty již do prvních měsíců roku a byly trhem dobře přijaty. Očekáváme proto, že dalším podpurným faktorem bude nevelká budoucí nabídka nových cenných papírů po zbytek roku 2024.

Historicky je konec cyklu zvyšování sazeb vhodnou dobou pro investice do kvalitních podnikových dluhopisů. V předchozích cyklech růstu úrokových sazeb přinášely podnikové dluhopisy investičního stupně po dosažení maximálních sazeb následně kladné výnosy po dobu jednoho roku až tří let. I kdyby se letošní plánované snížení sazeb zpozdílo nad rámec současných očekávání, bude podle našeho názoru případný pokles podnikových dluhopisů pravděpodobně dočasný a na jeho konci budou úrokové sazby nižší než nyní, což investorům přinese atraktivní potenciální výnosy.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	12. 4. 23	12. 4. 19	12. 4. 20	12. 4. 21	12. 4. 22	12. 4. 23	12. 4. 19	1. 1. 24
Do	12. 4. 24	12. 4. 20	12. 4. 21	12. 4. 22	12. 4. 23	12. 4. 24	12. 4. 24	12. 4. 24
Aktiové indexy (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	20,9	-5,9	50,4	3,7	-3,5	20,9	72,4	6,3
MSCI Emerging Markets (v USD)	7,7	-15,8	52,5	-13,9	-7,4	7,7	10,4	2,4
MSCI US (v USD)	26,0	-1,6	53,4	6,3	-6,1	26,0	91,2	7,7
MSCI Europe (v EUR)	12,3	-11,9	33,2	9,0	5,2	12,3	51,5	6,5
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	10,5	-10,1	48,4	-13,9	-3,1	10,5	23,4	4,2
STOXX Europe 600 (v EUR)	12,5	-11,4	34,6	8,0	4,4	12,5	51,6	6,4
DAX 40 (Německo v EUR)	14,0	-11,5	44,0	-7,2	11,2	14,0	49,4	7,0
MSCI Italy (v EUR)	31,1	-17,7	39,0	4,0	16,9	31,1	80,8	13,1
ATX (Rakousko, v EUR)	16,4	-28,7	49,7	4,5	4,6	16,4	34,0	5,0
SMI (Švýcarsko, v CHF)	4,0	2,6	22,0	14,5	-6,9	4,0	40,1	4,0
S&P 500 (USA, v USD)	25,5	-1,5	50,5	8,0	-5,3	25,5	91,6	7,9
Nikkei (Japonsko, v JPY)	43,0	-8,2	53,9	-9,1	9,1	43,0	99,4	19,0
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-12,5	-3,6	34,0	-14,0	0,3	-12,5	-2,9	1,3
Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-4,9	21,9	-6,7	-7,1	-2,9	-4,9	-2,5	-4,0
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-2,2	14,4	-4,6	-6,0	-2,1	-2,2	-1,7	-2,6
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	2,7	6,9	7,8	-7,8	-1,7	2,7	7,2	-1,6
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	2,7	3,6	-0,2	-9,2	-11,0	2,7	-13,7	-1,9
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	4,2	3,6	2,6	-8,2	-10,2	4,2	-8,3	-0,8
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	6,6	-2,4	7,7	-7,1	-6,5	6,6	-2,4	0,4
Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	107	-178	95	105	68	107	196	65
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	96	-189	43	162	112	96	222	62
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	45	-37	-111	169	124	45	190	47
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-3	-34	1	109	161	-3	228	34
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-12	-32	-26	107	174	-12	207	25
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-54	67	-123	156	213	-54	254	14
Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-50	141	-167	31	18	-50	-26	-12
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-124	417	-472	51	87	-124	-43	-9
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-39	76	-93	36	29	-39	10	-20
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-97	293	-358	111	57	-97	11	-27
Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)								
Libor (USD, 3 měsíce)	33	-138	-103	85	421	33	299	0
Euribor (EUR, 3 měsíce)	75	9	-32	11	356	75	423	1
Směnné kurzy eura (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	-3,3	-3,5	9,5	-8,8	0,6	-3,3	-5,9	-3,6
Britská libra (EUR-GBP)	-3,0	1,6	-1,2	-3,5	5,5	-3,0	-1,0	-1,7
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-0,9	-6,6	4,2	-7,9	-2,7	-0,9	-14,2	4,9
Japonský jen (EUR-JPY)	11,1	-5,6	10,0	4,7	7,2	11,1	28,7	4,4
Komodity (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	14,9	34,6	-4,0	13,3	1,6	14,9	73,3	14,1
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	1,1	-21,4	58,5	35,9	-22,8	1,1	33,2	7,7
Zlato (v USD za ryzí unci)	18,4	29,8	3,1	13,9	1,6	18,4	86,7	16,8
Ropa (Brent, v USD za barel)	6,4	-55,6	99,8	65,2	-16,6	6,4	27,7	17,9

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 12. 4. 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. Více informací naleznete zde: <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Veškeré odhady nebo hodnocení obsažené v této publikaci představují nezávislý názor skupiny UniCredit 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 nenesе za ně žádnou odpovědnost. Zájemci proto musejí učinit vlastní investiční posouzení zcela samostatně a nezávisle, přičemž musejí vycházet výhradně z vlastních úvah o podmínkách na trhu a z celkově dostupných informací, a to v souladu se svým rizikovým profilem a ekonomickou situací. 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 nenesе 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 12. dubna 2024.



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



Adresa
Želetavská 1525/1
140 92 Praha 4 – Michle



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions