



# » Čekání na čerstvý vítr do plachet

Investiční strategie skupiny

Výhled č. 4/2024

# Obsah

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	10
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	14
JAK INVESTOVAT	16



# Souhrnný přehled

Čekání na čerstvý vítr do plachet



## MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Spojené státy i eurozóna čelí významnému hospodářskému vývoji. Ve Spojených státech zesílily známky blížícího se poklesu, když ekonomika v prvním čtvrtletí roku 2024 dosáhla nejnižšího bodu za téměř dva roky. Růst HDP se zpomalil především v důsledku rostoucího schodku obchodní bilance, který silně ovlivnil dynamiku růstu. Soukromá spotřeba, která je základem ekonomické aktivity, sice vykazovala určitou odolnost, ale zaostala za očekáváním. Zpomalení ekonomiky prohloubil záporný příspěvek podnikových zásob a čistého vývozu. Růst počtu pracovních míst se zpomalil a v dubnu došlo k nejpomalejšímu nárůstu zaměstnanosti v nezemědělských sektorech za posledních šest měsíců, což doprovázel nárůst nezaměstnanosti. Předstihové ukazatele, jako je index ISM, dále naznačily oslabování americké ekonomiky.

V eurozóně překvapil analytiku nečekaně solidní růst HDP v prvním čtvrtletí roku 2024. K tomuto pozitivnímu výsledku přispěly lepší hospodářské výsledky v klíčových ekonomikách. Zejména Německo a Itálie zaznamenaly růst podpořený lepším zahraničním obchodem, zatímco Francie a Španělsko těžily z oživení domácí poptávky. Eurozóna se však nadále potýká s procesem dezinflace: celková míra inflace zůstala v dubnu stabilní, což zakrývalo protichůdné pohyby cen energií a jádrové inflace.



## CENTRÁLNÍ BANKY

Na svém posledním zasedání ponechal Federální rezervní systém (Fed) úrokové sazby beze změny s odkazem na stagnující pokrok při plnění 2% inflačního cíle a silnou hospodářskou aktivitu. Předseda Fedu Powell vyjádřil nejistotu ohledně načasování snižování sazeb, zdůraznil potřebu trvalého pokroku směrem k inflačnímu cíli a to, že usilují o přístup k měnové politice závislý na datech. Tržní očekávání počítají se snížením úrokových sazeb počínaje zářím v celkovém rozsahu 50 bazických bodů pro letošní rok a s postupným dalším snižováním kvantitativního uvolňování bilanční sumy až do roku 2025. V Evropě se mezitím očekává, že Evropská centrální banka (ECB) sníží letos sazby o 75 bazických bodů, počínaje jejím příštím zasedáním v červnu, ale bude sazby snižovat postupně, aby zvládla rizika spojená s růstem i dezinflací.



## FINANČNÍ TRHY

Finanční trhy zaznamenaly v květnu oživení po dubnovém nepříznivém vývoji v důsledku obav z odloženého snižování úrokových sazeb ze strany Fedu. Zatímco index S&P 500 zaznamenal mírný pokles, evropské indexy prokázaly odolnost a německý DAX dokonce dosáhl nového historického maxima. Navzdory globální nejistotě podniky při vykazování výsledků za první čtvrtletí z velké části překonaly očekávání ohledně zisku, což podpořilo náladu na trhu. Dluhopisové trhy zpočátku reagovaly na revidovaná očekávání ohledně sazeb negativně, ale jakmile se trhy přizpůsobily, stabilizovaly se. Ceny ropy se díky geopolitickému vývoji snížily, zatímco zlato zažilo volatilitu v souvislosti s měnicemi se očekáváním ohledně snížení sazeb. Euro vůči americkému dolaru mírně posílilo, což odráželo vývoj dynamiky trhu a opatření centrálních bank na různých kontinentech.





# Dopis investičních ředitelů

Čekání na čerstvý vítr do plachet

První polovina roku 2024 se pomalu, ale jistě blíží ke konci a vývoj kapitálového trhu se letos zatím výrazně liší od scénáře, který se očekával na konci loňského roku. V té době se hovořilo o rizicích recese v USA. Kromě toho se do konce roku 2024 počítalo s několika sníženími úrokových sazeb ze strany amerického Federálního rezervního systému, někdy až se sedmi. O rizicích recese v USA dnes téměř nikdo nemluví. Vzhledem k síle americké ekonomiky, která se projevuje i pomalejší normalizací inflace, se ve vývoji na trhu ukázalo, že se nepotvrdila velká část představ o snížení sazeb, které se původně promítly do cen na trhu. V poslední době někteří pozorovatelé trhu dokonce spekulují o možném dalším zvýšení úrokových sazeb ze strany Fedu.

Obzvláště pozoruhodný je obrázek, který se objeví při srovnání výkonnosti dluhopisových trhů s výkonností akciových trhů od začátku roku. Průměrná celková výkonnost státních dluhopisů denominovaných v eurech, tj. změny cen plus úrokové výnosy, je záporná, a to přibližně na úrovni  $-1,5\%$ , zatímco u amerických státních dluhopisů je celková záporná výkonnost dokonce na úrovni téměř  $-2,0\%$  (viz tabulka „Vývoj vybraných indexů finančních trhů“ na konci článku). Naproti tomu evropské akcie od začátku roku vzrostly téměř o  $8\%$  a americké akcie téměř o  $9\%$  (viz tabulka). Působivá je rovněž výkonnost v Evropě. Index DAX vzrostl přibližně o  $11,5\%$  a výkonnost širšího italského akciového trhu byla ještě uspokojivější (viz tabulka). Současně vzrostl výnos desetiletých německých státních dluhopisů z necelých  $2\%$  na konci roku 2023 na dnešních přibližně  $2,5\%$  a výnos odpovídajících desetiletých amerických státních dluhopisů se zvýšil z necelých  $4\%$  na  $4,5\%$ . Výnosy ostatních státních dluhopisů v eurech rovněž vzrostly, jak ukazuje příklad desetiletých italských státních dluhopisů, i když v menší míře než u německých a amerických dluhopisů.

Jak tento vývoj zapadá do toho, že rostoucí výnosy na dluhopisových trzích byly v posledních letech obecně přítěží pro akciové trhy a že euforii na konci loňského roku podnítily především naděje na rychlé a výrazné snížení úrokových sazeb ze strany hlavních západních centrálních bank (zejména Fedu)? Podle našeho názoru jsou důležité především dvě věci.

Zprvė překvapivá inflace v USA, která vedla k tomu, že trhy přestaly očekávat brzké a výrazné snížení úrokových sazeb ze strany Fedu, vytváří obraz silné americké ekonomiky. Navzdory vysoké úrovni úrokových sazeb v USA ekonomika vzkvétá a americké podniky stále vytvářejí překvapivě vysoký počet nových pracovních míst, i když dynamika v poslední době zpomalila. Tento vývoj zdůrazňuje, že Fed je v současné době v pohodlné pozici, kdy nemusí naléhavě a rychle snižovat úrokové sazby. Může i nadále vyčkávat a sledovat ekonomické údaje v nadcházejících měsících. Prosperující ekonomika zároveň znamená vysoké zisky amerických podniků, a tedy dobré vyhlídky pro akcionáře.

Druhým faktorem, který je důležitý pro posouzení vývoje na akciových trzích navzdory vysokým úrokovým sazbám, je změna přístupu centrálních bank k měnové politice. V minulosti jejich měnověpolitická rozhodnutí vycházela především z vlastních střednědobých projekcí inflace například na období jednoho až dvou let. Chystané změny parametrů měnové politiky, jako jsou úrokové sazby, byly zpočátku spojeny se změnami vlastních prognóz inflace, hospodářského růstu atd. Budoucí vývoj rozhodnutí o úrokových sazbách byl proto pro investory snadno předvídatelný. Tato vysoká míra předvídatelnosti a transparentnosti však také znamenala, že i drobné změny v očekáváních byly velmi významné. Někdy se zdánlivě váhavý postoj centrálních bank v době postpandemických inflačních šoků ukázal jako neadekvátní.

Mezi začátkem inflačního skoku a přechodem centrálních bank na rozhodný protiinflační režim uplynulo hodně času, protože na základě vlastních inflačních modelů se předpokládal dočasný nárůst míry inflace. Centrální banky reagovaly změnou metodiky na kritiku, že navzdory již tak vysoké míře inflace váhají s přijetím dalších opatření. Zdá se, že namísto toho, aby centrální banky svá měnověpolitická rozhodnutí vázaly na (snadno předvídatelné) ekonomické modely, jak tomu bylo v minulosti, jsou v současné době jejich rozhodnutí závislá na měsíčně zveřejňovaných **statistikách inflace**<sup>1)</sup>. Tyto statistiky jsou však nestálé a obsahují nevyzpytatelně se chovající složky (respektive jsou statisticky „**zašuměné**“<sup>2)</sup>).

V důsledku toho se měnová politika stává pro investory méně předvídatelnou. To na jedné straně zvyšuje nejistotu na trzích, na druhé straně však účastníci trhu nyní zřejmě přikládají vyšší krátkodobé nejistotě menší význam. Tato nejistota není důsledkem nesoudržné a rozpolcené centrální banky, ale jednoduše toho, že v současném prostředí centrální banky kladou větší důraz na to, aby se ochlazující se inflační dynamika projevila i v proměnlivých měsíčních údajích. Jinými slovy zdá se, že investory méně zajímá, zda jsou schopni předpovědět přesný začátek cyklu snižování sazeb. Mnohem důležitější je, aby očekávaná cesta normalizace inflace zůstala zachována a aby zároveň nedošlo k přílišnému ochlazení ekonomiky. Obě podmínky se v současné době zdají být splněny, a proto jsou akciové trhy i přes nedávný růst výnosů poměrně klidné.

Nejnovější ekonomické údaje ukazují, že tento názor je zcela oprávněný. Aktuální údaje z amerického trhu práce a ekonomiky ukazují na žádoucí zpomalení, ale nevyvolávají žádné poplašné signály ohledně rizika recese. Pozitivní vývoj cen akcií v posledních měsících se potvrzuje i v době, kdy jsou zveřejňovány výsledky podniků za první čtvrtletí. Největší americké podniky kótované na kapitálovém trhu, které již podaly zprávu za první čtvrtletí, zaznamenaly průměrný nárůst zisku přibližně o 5 %. Na druhou stranu evropské podniky vykázaly o něco nižší zisky, ale v průměru také výrazně lepší čísla, než se očekávalo. Pokud jsou **konsenzuální odhady**<sup>3)</sup> správné, lze v příštích několika letech očekávat výrazné zvýšení zisků podniků. V následujících dvou letech (tj. 2025 a 2026) trhy očekávají v USA dvouciferné tempo růstu zisků. Ačkoli jsou odpovídající očekávání pro Evropu poněkud zdrženlivější (v průměru necelých 10 %), měla by taková míra růstu rovněž podpořit ceny akcií. Zajímavým detailem je, že německé podniky, které jsou někdy vnímány obzvláště kriticky, mají pro roky 2025 a 2026 srovnatelně vysoká očekávání růstu zisku. Pouze v letošním roce bude nárůst zisků v Německu pravděpodobně zřetelně nižší než v USA.

Celkově tedy situace ukazuje na příznivý vývoj na akciových trzích v nadcházejících čtvrtletích. Přesto upřednostňujeme vyvážené zastoupení akcií a dluhopisů. To je způsobeno dvěma faktory.

Zprvu, ačkoli je náš výše uvedený základní scénář pozitivní, neměla by být ignorována naznačená rizika. Podle našeho názoru je jedním z hlavních rizik překvapivá síla americké ekonomiky. Skutečnost, že ekonomika na druhé straně Atlantiku překvapivě odolává vysokým úrokovým sazbám, může být způsobena tím, že úroveň úrokových sazeb stále není dostatečně restriktivní, aby dostatečně rychle ochladila inflační dynamiku. Jinými slovy, může se stát, že Fed svou současnou měnovou politikou dosahuje určitého zpomalení, ale zatím ne natolik silně, aby dokázal v přijatelném období stlačit inflaci na cílovou úroveň 2 %. Jak bylo uvedeno výše, je to známka síly americké ekonomiky. Dodatečné zvýšení úrokových sazeb, které by bylo v tomto případě nutné, by však trhy zastihlo nepřipravené a pravděpodobně by vedlo k dočasnému poklesu cen, od kterého by se evropské trhy pravděpodobně nedokázaly odpoutat.

Za druhé, ačkoli očekávání ročního růstu zisků ve výši 8 % až 10 % naznačují, že výnosy akcií mají potenciál obdobného rozsahu, trhy již tento potenciál (alespoň částečně) předvídaly svým růstem v posledních měsících. Kromě toho mají dluhopisy výnosový potenciál, který bude pravděpodobně nižší než u akcií, ale pokud jde o výnosy upravené o riziko, ty jsou v porovnání s akciemi zásadně zajímavější (rizikový scénář, kdy úrokové sazby centrálních bank zůstanou vysoké, nebo dokonce po delší dobu porostou, by však mohl být opět doprovázen růstem výnosů, a tím i poklesem cen). Jinými slovy, investoři by při svých investičních úvahách o vyvážených portfoliích neměli opomíjet ani akcie, ani dluhopisy.

**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

<sup>1)</sup> Tento přístup se někdy označuje také jako „závislý na datech“. Tato terminologie je však poněkud nevhodná, protože metodika založená na modelu je rovněž závislá na datech. V poslední době jde spíše o závislost na krátkodobých a někdy disruptivních datech.

<sup>2)</sup> Pojem „šum“ původně pochází z fyziky, kde se jím obecně rozumí rušivá veličina se širokým, nespécifickým frekvenčním spektrem.

<sup>3)</sup> Konsenzuální odhad je medián v rozložení jednotlivých odhadů. Medián je hodnota, která leží přesně uprostřed datové řady uspořádané podle velikosti. Rozděluje datovou řadu tak, že jedna polovina dat leží pod a druhá nad mediánem uspořádané řady.



# Pohled zblízka

Prezidentské volby v USA: Co plánují kandidáti v případě znovuzvolení

Investoři netrpělivě očekávají první listopadové úterý, kdy bude zvolen nový americký prezident. Republikánské a demokratické primárky, které probíhaly od začátku ledna, jsou rozhodnuty. Opět půjde o souboj mezi současným a bývalým prezidentem USA: Joem Bidenem a Donaldem Trumpem. Na začátku února jsme se zabývali tím, jak se vypořádat se zvýšenou nejistotou před volbami v USA. V této kapitole Pohled zblízka se podrobněji podíváme na politický rozměr této problematiky. Upozorňujeme zejména na důsledky případného Bidenova volebního vítězství a na pravděpodobné změny, které by evropské ekonomice mohlo přinést případné Trumpovo vítězství.

## STÁLE OTEVŘENÝ SOUBOJ MEZI BIDENEM A TRUMPEM

Biden zatím téměř nedokázal těžít ze skutečnosti, že americká ekonomika si stále vede dobře (viz část textu věnovaná ekonomice a trhům). V nejnovějších průzkumech jsou Biden a Trump stále blízko sebe a v současné době nelze předpovědět, kdo v listopadu zvítězí (viz graf 1). Existuje také velká skupina nerozhodnutých voličů a vzhledem k **americkému volebnímu systému**<sup>4)</sup> mají celostátní průzkumy stejně jen omezenou vypovídající hodnotu. Americké voliče pravděpodobně nejvíc zajímá, jak se vyvíjí jejich osobní ekonomická situace. Během Bidenova prezidentství jsou však ohledně ekonomiky tvrději pesimističtí (viz graf 1). Nicméně v souvislosti s volbami budou i u investorů pravděpodobně hrát největší roli ekonomické otázky.

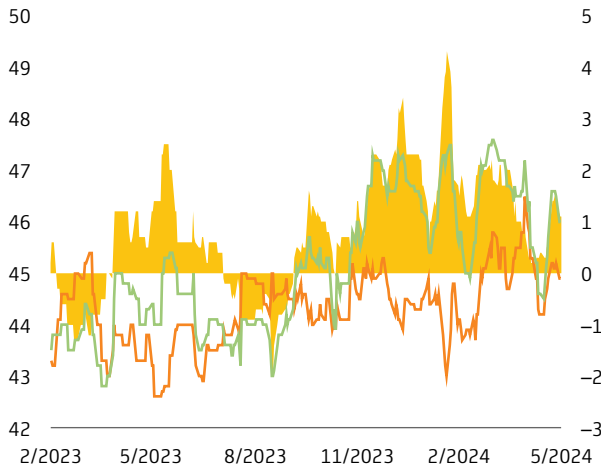
<sup>4)</sup> Prezident USA není volen přímo obyvateli. V jednotlivých státech je jmenováno 538 volitelů, kteří patří do tzv. sboru volitelů. Aby byl kandidát zvolen příštím prezidentem, potřebuje 270 hlasů v tomto sboru volitelů.



## 1. TRUMPŮV NÁSKOK PŘED BIDENEM SE V POSLEDNÍ DOBĚ SNÍŽIL, ALE AMERIČTÍ VOLIČI ZŮSTÁVAJÍ NAVZDORY SILNÉ EKONOMICE STÁLE PESIMISTIČTÍ

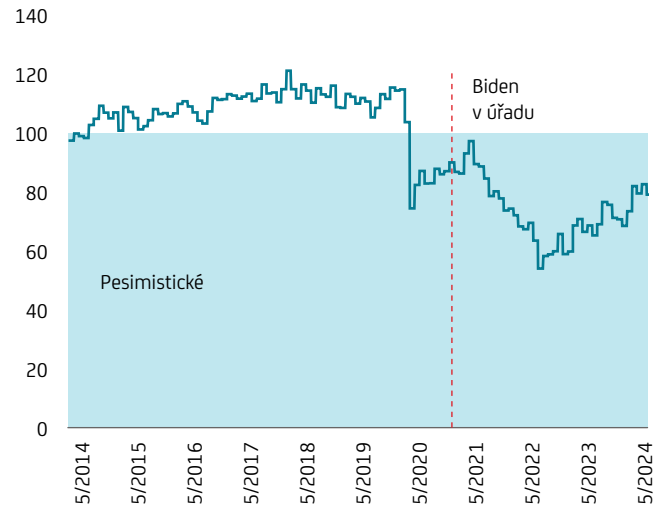
### PRŮMĚRNÉ VÝSLEDKY PRŮZKUMU V USA BIDEN VS. TRUMP

- Rozdíl (v %, pravá osa)
- Joe Biden (v %)
- Donald Trump (v %)



### HODNOCENÍ HOSPODÁŘSKÉ SITUACE

- Současné ekonomické podmínky (indexové body)



Poznámka: Graf vlevo ukazuje průměrnou hodnotu z mnoha průzkumů. Real Clear Politics shromažďuje průzkumy od různých institutů pro výzkum veřejného mínění a vypočítává z nich průměrnou hodnotu. To má kompenzovat náhodné odlehle hodnoty nebo systematická zkreslení výsledků jednotlivých institutů. Graf vpravo vycházející z výzkumu Michiganské univerzity ukazuje, jak američtí spotřebitelé hodnotí současnou ekonomickou situaci v zemi. Příslušný index se vypočítává každý měsíc na základě telefonického průzkumu, který dělá Michiganská univerzita mezi nejméně 500 americkými domácnostmi a jehož cílem je vypočítat pět různých indexů včetně tohoto. Respondentům jsou mimo jiné kladeny následující otázky: 1. Zda je finanční situace jejich rodin lepší nebo horší než před rokem, 2. Zda je vhodná doba na nákup velkých domácích spotřebičů a na další velké nákupy.

Zdroj: Real Clear Politics, University of Michigan, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Sledované období: 1. 1. 2023 – 8. 5. 2024 (levý graf) a 8. 5. 2014 – 8. 5. 2024 (pravý graf)

V následující části se budeme zabývat prioritami prezidentských kandidátů v oblasti hospodářství, ale také v různých oblastech politiky a s ohledem na geopolitické krize a výzvy.

## SROVNÁNÍ TRUMPA A BIDENA: JAKÉ POZICE KANDIDÁTI ZASTÁVAJÍ?

**Daně/cia:** Biden je pro zvýšení sazby daně z příjmu právnických osob na 28 %, čímž by se přiblížila sazbě 35 %, která platila před Trumpovým nástupem do funkce. Navrhuje také zakročit proti vyhýbání se daňovým povinnostem ze strany velkých nadnárodních společností a zvýšit daňové sazby pro nejbohatší Američany. Za potřebné a správné považuje také rozšíření daňových úlev pro osoby s nízkými příjmy a rodiny. Trump naopak plánuje prodloužit platnost legislativy, kterou podepsal v roce 2017. Tím by se prodloužilo snížení daně z příjmu fyzických osob, které má brzy vypršet, a snížení dědické daně a daně z majetku, které by se případně stalo trvalým. Chce zachovat 21% sazbu daně z příjmu právnických osob. Rostoucí státní dluh však výrazně omezuje fiskální manévrovací prostor. Trump rovněž prosazuje merkantilistickou<sup>5)</sup> obchodní politiku. Navrhuje všeobecné clo ve výši 10 % na veškerý dovoz do USA a 60 % na dovoz z Číny.

**Průmyslová politika a změna klimatu:** Prioritou obou vlád bude pravděpodobně obnova průmyslových kapacit, zejména prostřednictvím tzv. **nearshoringu**<sup>6)</sup>, a další zvyšování bezpečnosti dodavatelských řetězců. Jejich přístupy by se však pravděpodobně výrazně lišily. Díky zákonu o snížení inflace prosadil Biden historické **investice ve výši přibližně 370 miliard USD**<sup>7)</sup> během deseti let do udržitelné transformace ekonomiky a společnosti a vyvolal boom ve výrobě zelené energie. Další dva významné programy na podporu ekonomiky, zákon o rozvoji infrastruktury a zaměstnanosti a zákon o podpoře výroby polovodičů (CHIPS) a vědění, byly schváleny velkou většinou demokratů a republikánů a mají rovněž dlouhou dobu trvání. Biden stanovil nové ambiciózní cíle v oblasti snižování emisí skleníkových plynů a CO<sub>2</sub>. Za Trumpa hrozí, že dojde ke zrušení zákona o snížení inflace a slíbil zvýšit domácí těžbu ropy a zemního plynu. Zdá se také pravděpodobné, že nevyužité prostředky z programu vytvořeného na základě zákona o snížení inflace by za Trumpa mohly plynout do odvětví a oblastí, které neodpovídají skutečnému účelu programu.

**Vztahy mezi Čínou a Tchaj-wanem:** V USA panuje shoda napříč politickými stranami, že na Čínu je třeba pohlížet jako na soupeře a že obchodní bariéry jsou nezbytné nejen pro zajištění národní a hospodářské bezpečnosti, ale také technologického náskoku USA. Přesto existují rozdíly mezi přístupy obou vlád. Ačkoli Biden zrušil mnoho Trumpových opatření, cla uvalená jeho předchůdcem

<sup>5)</sup> Merkantilismus označuje hospodářskou politiku charakterizovanou masivními zásahy státu do ekonomiky v období absolutismu od 16. do 18. století. Snaží se maximalizovat vývoz a minimalizovat dovoz prostřednictvím restriktivních obchodních praktik.

<sup>6)</sup> Nearshoring je přemístění provozních činností do sousedních nebo blízkých zemí.

<sup>7)</sup> Patří mezi ně podpora obnovitelných zdrojů energie, bonusy na nákup elektromobilů, daňové úlevy pro tepelná čerpadla a solární systémy a také daň z emisí metanu.

na čínský dovoz se pravděpodobně rozhodl zachovat z vnitropolitických důvodů. V polovině května drasticky zvýšil cla na elektromobily, solární články, polovodiče a zdravotnické výrobky z Číny. Jeho politika vůči Číně zohledňuje protičínské nálady převládající mezi obyvateli USA a zároveň se snaží minimalizovat související politické náklady. Na druhou stranu, vzhledem k tomu, že Trump oznámil uvalení prohibitivně vysokých dovozních cel ve výši 60 % na čínské zboží, hrozí v druhém Trumpově volebním období nová obchodní válka. Asi nejzřetelnějším rozdílem mezi Bidenovou a Trumpovou politikou vůči Číně je jejich postoj k Tchaj-wanu. Biden dal jednoznačně najevo, že USA budou bránit Tchaj-wan v případě útoku Číny, a vyslovil se pro posílení různých spojenectví v indicko-tichomořském regionu. Trump mezitím označil Tchaj-wan za ekonomického konkurenta, který „okrádá“ americké podniky. Trumpův nezáměr o Tchaj-wan vedl Čínu ke spekulacím, že by USA mohly v případě jeho vítězství ve volbách ostrov opustit.

**Rusko-ukrajinská válka:** Spojené státy jsou považovány za nejdůležitějšího spojence Ukrajiny napadené Ruskem a jsou zdaleka největším dárce zbraní a vybavení. Poté, co Sněmovna reprezentantů USA na konci dubna po měsících vnitropolitické patové situace schválila novou pomoc Ukrajině, Biden okamžitě nařídil nové dodávky zbraní a varoval, že dalším krokem Ruska by mohl být útok na partnera, který je členem NATO. Trump, který dal opakovaně najevo svůj obdiv k ruskému prezidentovi Putinovi, varoval, že „pobídne“ Rusko, aby si se zeměmi NATO „dělalo, co chce“, pokud tito spojenci nebudou plnit své finanční závazky vůči bloku. Plánuje snížit nebo dokonce ukončit zapojení USA do evropské obrany. Od té doby zmírnil svou rétoriku, ale souběžně vyzval Evropany, aby více podpořili Ukrajinu v její obraně proti Rusku. Zároveň nedávno s neobvyklou jasností zdůraznil, že „přežití Ukrajiny“ je důležité i pro USA.

**Konflikt na Blízkém východě:** USA a Izrael jsou tradičními spojenci. Ačkoli současný americký prezident stojí pevně na straně Izraele, v poslední době stále častěji kritizuje izraelského premiéra Benjamina Netanjahua za jeho postup ve válce v Gaze. Biden vyzývá k příměří a pozastavení dodávek zbraní kvůli obavám z izraelské ofenzivy v Rafáhu. Je pod rostoucím vnitropolitickým tlakem, což pro něj může být v předvolebním období nebezpečné. Mnoho mladých voličů, z nichž většina se v minulosti přiklání k demokratům, nesouhlasí s jeho postupem ve válce v Gaze. Trump, který se často chlubí svou podporou Izraele, se domnívá, že Izrael musí „dokončit, co začal“, aniž by své výroky upřesnil. Trump také dosud neodpověděl na otázku, jak by v případě znovuzvolení řešil složitou konfliktní situaci na Blízkém východě.

**(Nelegální) přistěhovalectví:** V otázce imigrace je Trump považován za zastávce restriktivní imigrační politiky a nacionalističtějšího přístupu, který omezuje přijímání uprchlíků a ztěžuje žadatelům o azyl získání ochrany v USA. Američany přesvědčil, že Spojené státy zaplaví migrační vlna. V reakci na to prezident Biden, který obecně upřednostňuje humanitární hledisko, stále více zaměřuje svou pozornost na jižní hranici a hrozí, že přijme exekutivní opatření k zastavení přílivu lidí směřujících na sever. Je však pravděpodobné, že bude i nadále podporovat komplexní imigrační reformu, včetně cesty k občanství pro přistěhovalce bez dokladů.

**Zdravotnictví:** Zatímco Bidenova politika v oblasti zdravotní péče se pravděpodobně bude i nadále soustředit na přerozdělovací iniciativy s cílem rozšířit přístup ke zdravotní péči, Trump by upřednostnil svobodu volby a transparentnost. Největším sporným bodem je budoucnost zákona o dostupné zdravotní péči (známého také jako Obamacare) z roku 2010, který Biden slíbil posílit a Trump slíbil zrušit nebo nahradit. Důraz je kladen také na omezení růstu cen, zejména u léků. Dalším bodem sporu jsou potraty poté, co Nejvyšší soud USA v červnu 2022 zrušil precedentní rozsudek Roe vs. Wade z roku 1973, který přiznával všem ženám v zemi právo na potrat. Nová Bidenova administrativa by se pravděpodobně zasadila o obnovení celostátního přístupu k potratům a rozšíření reprodukčních práv. Za Trumpa lze naopak očekávat další omezení potratů a reprodukčních práv.

## MOŽNÉ DŮSLEDKY PRO EKONOMIKU A TRHY, ZEJMÉNA V EVROPĚ

Dvoustranný obchod mezi EU a USA dosáhl v roce 2023 historického maxima ve výši přibližně 1,6 bilionu eur (zdroj: Evropská komise). Podle analýzy společnosti Morgan Stanley generují evropské podniky v USA přibližně 25 % svých příjmů vážených tržní kapitalizací.

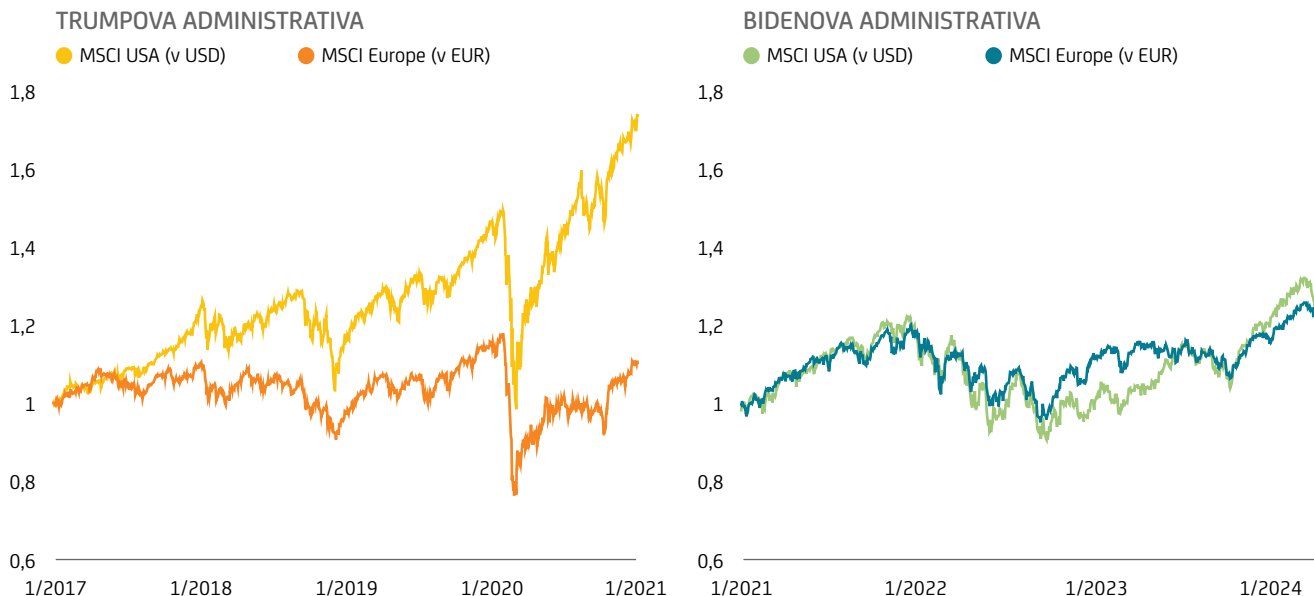
Bez ohledu na to, kdo bude v listopadu zvolen do Bílého domu, je pravděpodobné, že protekcionistická politika USA z posledních let zůstane zachována. Lze očekávat, že Trump bude dělat politiku, která je v zásadě vstřícná vůči podnikatelům, což by mohlo být výhodné nejen pro americké, ale i pro evropské podniky, zejména pro ty, které mají v USA dceřiné společnosti. Nicméně pro části evropského akciového trhu by vzhledem k očekávanému zpřísnění politiky „Amerika na prvním místě“ v případě Trumpova volebního vítězství mohla vzrůst rizika. Evropská ekonomika zaměřená



na vývoz bude muset čelit výzvě tohoto nového hospodářského nacionalismu bez ohledu na výsledek voleb, a to nejen v oblasti obchodních a hospodářských vztahů. Například v americké legislativě týkající se klimatu jsou dotace a daňové pobídky vázány na výrobu v USA.

Pohled na trhy ukazuje, že široký americký akciový trh dokázal během Trumpova prvního funkčního období ve funkci prezidenta USA výrazně posílit (s vysokou volatilitou). Je však pravděpodobnější, že to byl důsledek tehdejší expanzivní měnové politiky a silného globálního hospodářského růstu. Ačkoli Evropa obecně zaostává za rychle rostoucími americkými akciemi, slabší výkonnost evropských akcií byla v době Trumpovy vlády výraznější než za současné Bidenovy administrativy (viz graf 2). Nicméně i když hrozba nových nebo vyšších cel na dovoz z EU a Číny pravděpodobně ovlivní sentiment vůči evropským (a čínským) akciím, domníváme se, že investoři by se měli držet svých základních střednědobých až dlouhodobých plánů. Zásadní zůstává vhodná diverzifikace portfolia, včetně diverzifikace mezi regiony.

## 2. AMERICKÉ AKCIE ZAZNAMENALY ZA TRUMPA VYŠŠÍ VÝKONNOST



Poznámka: Časové řady indexované ke dni složení Trumpovy prezidentské přísahy 20. ledna 2017 a Bidenovy v roce 2021. 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

Sledované období: 20. 1. 2017 – 20. 1. 2021 (levý graf) nebo 20. 1. 2021 – 8. 5. 2024 (pravý graf).

# Makroekonomická situace a trhy

Centrální banky se drží výhledu úrokových sazeb

## ZNÁMKY HOSPODÁŘSKÉHO POKLESU V USA SE ZVYŠUJÍ, FED POTVRDIL VÝHLED INFLACE A ÚROKOVÝCH SAZEB NA ROK 2024

V prvním čtvrtletí roku 2024 klesla americká ekonomika na nejnižší úroveň za téměř dva roky. Hrubý domácí produkt (HDP) rostl anualizovaným čtvrtletním tempem 1,6 %, což bylo slabší, než se očekávalo. Důvodem je především zvýšený schodek obchodní bilance, který tlumil růst víc než kdykoli od roku 2022. Soukromá spotřeba zůstala hlavním pilířem ekonomiky, i když byla také slabší, než se očekávalo. Negativní vliv měly naopak podnikové zásoby a čistý vývoz. Na trhu práce se počet zaměstnanců v nezemědělských odvětvích v dubnu zvýšil pouze o 175 000, což je nejpomalejší tempo za posledních šest měsíců, zatímco míra nezaměstnanosti vzrostla na 3,9 % a růst mezd se zpomalil. Počet odpracovaných hodin za týden rovněž mírně poklesl na 34,3 a v poslední době se stahují mraky i nad obrazem, který v USA vykresluje předstihové ukazatele. Například index nákupních manažerů ISM (Institute for Supply Management) pro sektor služeb klesl v dubnu pod hranici 50, což naznačuje zpomalení ekonomiky. Cenový ukazatel preferovaný americkým Fedem, tzv. **deflátor PCE**<sup>8)</sup>, v březnu nedávno mírně vzrostl na 2,7 % mezitím (z 2,5 % v předchozím měsíci), což naznačil již poslední růst spotřebitelských cen.

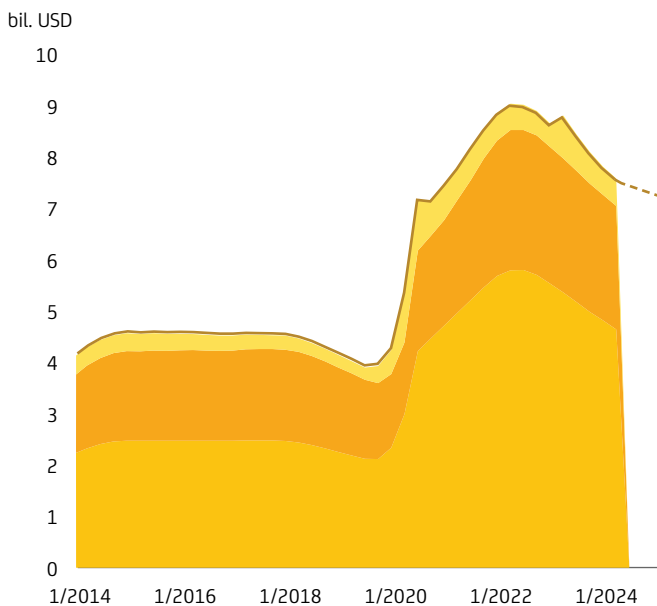
Na svém posledním květnovém zasedání Fed ponechal úrokové sazby beze změny a oznámil, že od června zpomalí tempo kvantitativního zpříšňování (snižování bilanční sumy centrální banky). Rozhodnutí ponechat základní úrokovou sazbu na 5,50 % (horní hranice) se všeobecně očekávalo. V prohlášení po zasedání se uvádí, že po třech měsících překvapivě rostoucí inflace a pokračující silné ekonomické aktivity a zaměstnanosti „nedošlo v posledních měsících k dalšímu pokroku směrem k 2% inflačnímu cíli výboru“. Během tiskové konference předseda Fedu J. H. Powell uvedl, že dosažení „větší jistoty“ (pokud jde o trvalý posun inflace směrem k 2 %), kterou Výbor pro měnovou politiku Fedu potřebuje, aby mohl snížit sazby, bude pravděpodobně trvat déle, než se očekávalo. Na rozdíl od března Powell neřekl, že snížení sazeb je v letošním roce pravděpodobné. Místo toho uvedl: „Jsou cesty, které vedou ke snížení sazeb, a jsou cesty, které ke snížení sazeb nevedou.“ Odmítl však uvést pravděpodobnost každé z těchto cest. Ve svém základním scénáři však stále očekává, že inflace v letošním roce zpomalí, i když nyní si je zřejmě méně jistý než dřív. Nicméně zdůraznil, že příští krok v oblasti úrokových sazeb „pravděpodobně nebude zvýšení“. Pokud jde o bilanční sumu centrální banky, Fed se drží svého plánu na její snížení (viz graf 3). Oznámení o zpomalení snižování bilanční sumy účastníci trhu do značné míry očekávali, i když snížení měsíčního stropu pro splácení státních dluhopisů z 60 miliard USD na pouhých 25 miliard USD bylo poněkud větší, než se obecně předpokládalo. Nadále očekáváme, že snížení úrokových sazeb v letošním roce, které pravděpodobně začne v září, bude činit kumulativně 75 bazických bodů. Očekáváme také, že pomalejší tempo snižování bilanční sumy bude pokračovat přinejmenším do konce letošního roku a pravděpodobně i v první polovině příštího roku (viz graf 3).

<sup>8)</sup> Deflátor PCE je alternativní ukazatel pro měření inflace v USA, který vychází z údajů o výdajích na osobní spotřebu, a zahrnuje tedy větší vzorek než koš zboží, na němž je založena inflace spotřebitelských cen.

### 3. FED ZPOMALUJE TEMPO SNIŽOVÁNÍ BILANČNÍ SUMY, UNICREDIT OČEKÁVÁ TŘI SNIŽENÍ SAZEB DO KONCE ROKU 2024

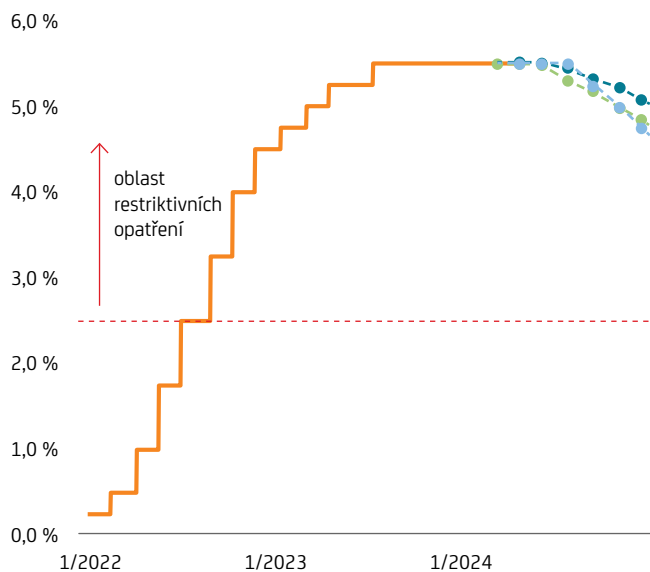
#### BILANČNÍ SUMA FEDERÁLNÍ VLÁDY

- Veřejný dluh
- Cenné papíry zajištěné hypotékou
- Ostatní
- Celkem



#### AMERICKÁ ZÁKLADNÍ CÍLOVÁ SAZBA A OČEKÁVÁNÍ TRHU

- Cílová sazba Fedu
- Fed Fund Futures (od zasedání FOMC 24. března)
- Fed Fund Futures (aktuální)
- Prognóza UniCredit



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

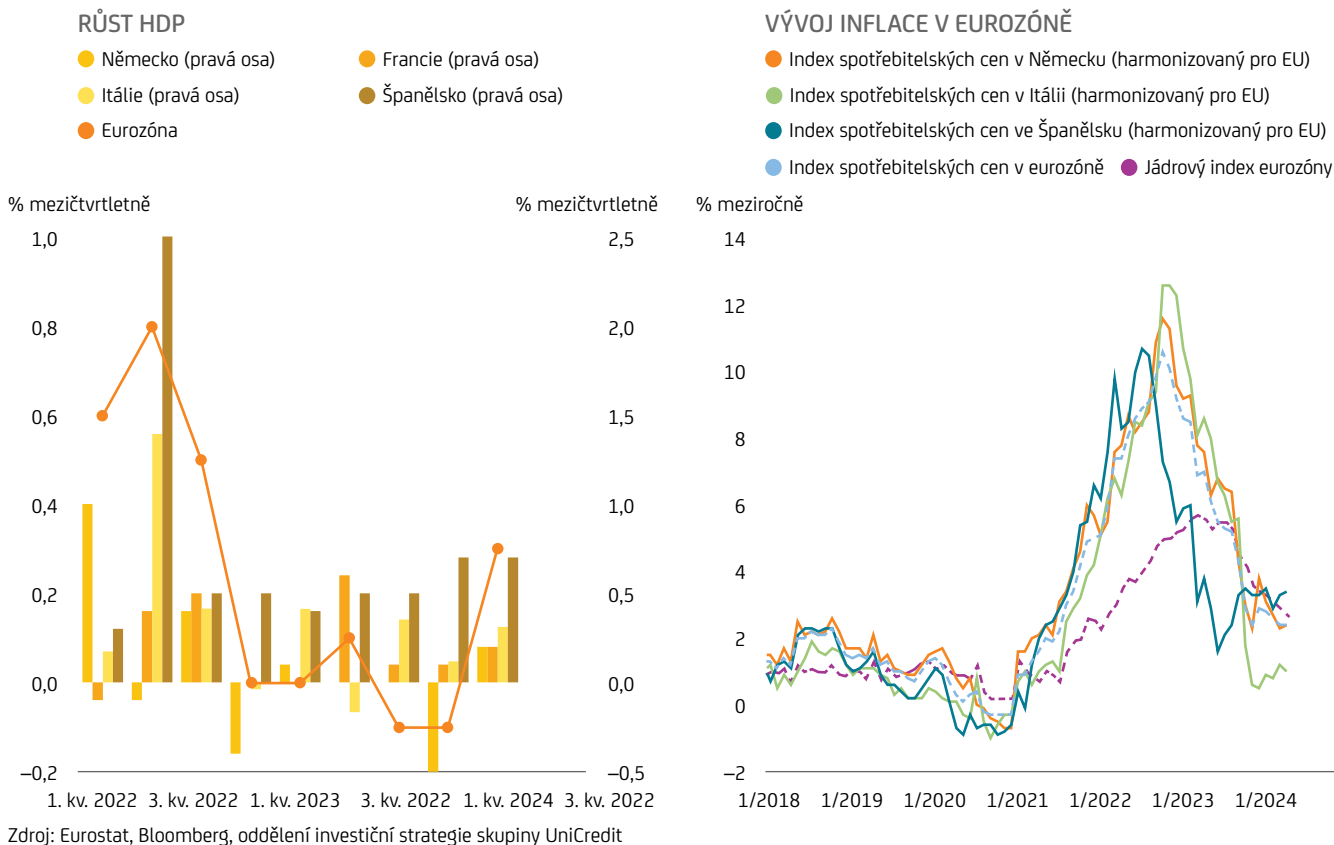
### EKONOMIKA EUROZÓNY OŽIVUJE VÍČ, NEŽ SE OČEKÁVALO, DEZINFLACE POKRAČUJE

Ekonomika eurozóny v prvním čtvrtletí roku 2024 překvapila nečekaně solidním růstem HDP o 0,3 % oproti předchozímu čtvrtletí (viz graf 4). Důvodem je lepší hospodářský vývoj v Německu (0,2 % oproti předchozímu čtvrtletí), v Itálii (0,3 % oproti předchozímu čtvrtletí), ve Francii (0,2 % oproti předchozímu čtvrtletí) a ve Španělsku (0,7 % oproti předchozímu čtvrtletí). Růst v Německu a Itálii byl tažen především zlepšením zahraničního obchodu, zatímco Francie a Španělsko těžily z oživení domácí poptávky. Pokud jde o inflaci, celková míra inflace v eurozóně zůstala v dubnu v souladu s konsenzuálním očekáváním na úrovni 2,4 % meziročně (viz graf 4). Tato stabilita však skrývala jasné a protichůdné pohyby směrem nahoru a dolů. Na jedné straně se v dubnu zvýšily ceny energií, což bylo do značné míry způsobeno růstem cen pohonných hmot. Na druhé straně jádrová inflace (celková míra inflace bez energií a potravin) v dubnu klesla na 2,7 % (oproti 2,9 % v březnu), a byla tak jen mírně nad očekáváním. Je povzbudivé, že zejména inflace ve službách, která je klíčovým faktorem určujícím míru jádrové inflace, se snížila. Ačkoli konečné údaje ještě nejsou k dispozici, je pravděpodobné, že tento pokles vysvětluje kombinace klesajících nákladů na dopravu a klesajících nákladů na ubytování v hotelech a návštěvy restaurací.

Poté, co Evropská centrální banka (ECB) na svém posledním zasedání v dubnu ponechala hlavní úrokové sazby beze změny a naznačila možnost prvního snížení sazeb v červnu, až budou k dispozici nové prognózy růstu a inflace, tyto údaje pravděpodobně podpoří výhled centrální banky. Hlavní ekonom ECB nedávno příznivě komentoval nejnovější údaje z eurozóny, které potvrzují jeho názor, že inflace se opět blíží 2% cíli. Jiní představitelé ECB, např. šéf Bundesbanky J. Nagel a šéf Rakouské centrální banky R. Holzmann, naopak varují před příliš rychlým snižováním úrokových sazeb, protože zejména strukturální faktory (např. pokračující vysoký růst mezd, který je možný díky demografickému vývoji) by mohly udržet základní inflační tlak. Nadále předpokládáme, že ECB letos sníží klíčové úrokové sazby o 75 bazických bodů, přičemž první snížení sazeb proběhne pravděpodobně v červnu, ale vzhledem k nejistému vývoji dezinflace bude snižování probíhat jen pomalu.



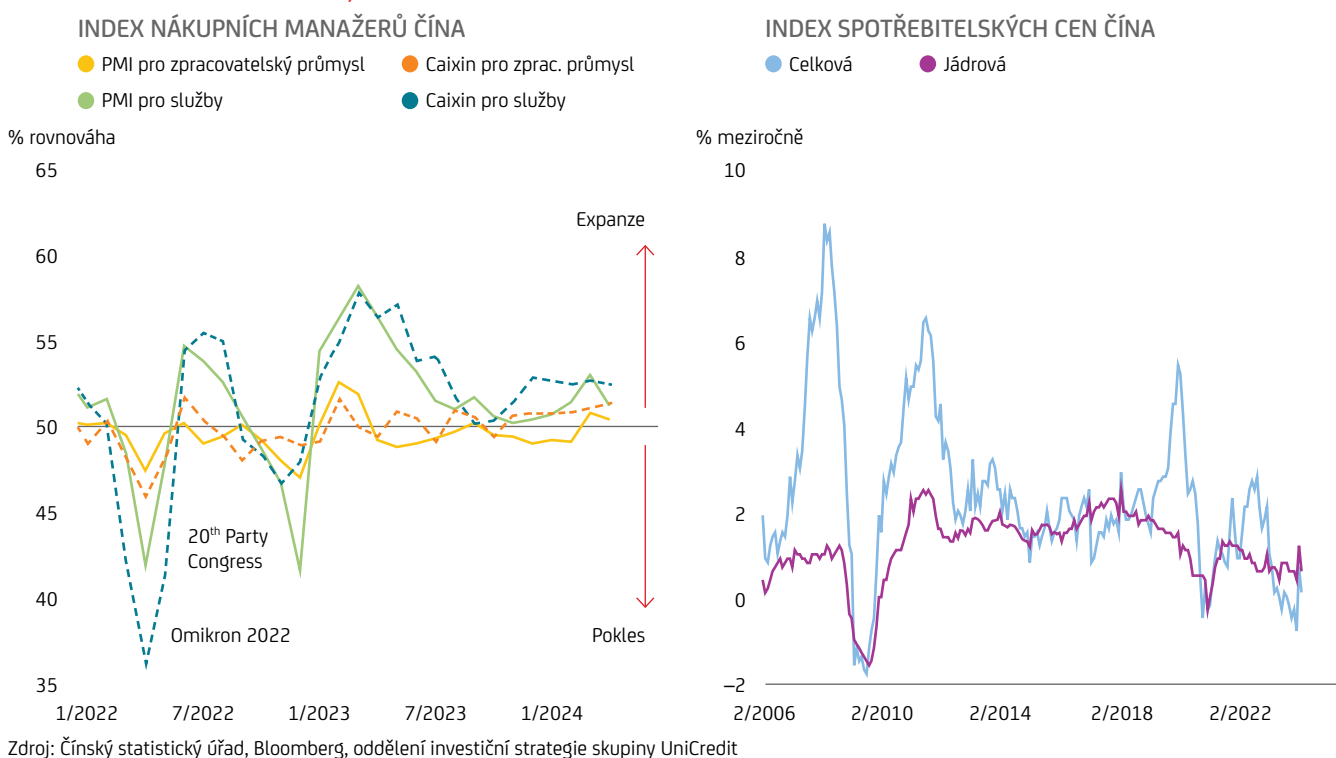
#### 4. EUROZÓNA: RŮST V PRVNÍM ČTVRTLETÍ ZRYCHLUJE, INFLACE NADÁLE KLESÁ



#### ČÍNA: SOLIDNÍ RŮST NA ZAČÁTKU ROKU, ALE SLABÉ OŽIVENÍ SPOTŘEBY

Růst reálného HDP Číny se v prvním čtvrtletí meziročně zvýšil na 5,3 %, a to díky silné výrobě ve zpracovatelském průmyslu a růstu v sektoru služeb pohybujícímu se v oblasti expanze. Růst výrobní produkce dosáhl meziročně 6,4 %, a to díky oživení vývozu a trvalé stavební činnosti související s investicemi do infrastruktury a výroby, které byly podpořeny stimulačními programy. Růst v sektoru služeb se v prvním čtvrtletí poněkud zpomalil, ale zdá se, že lidé po zrušení politiky nulového covidu opět více spotřebovávají. Zejména domácí cestovní ruch od té doby vedl k výraznému sezonnímu vývoji spotřebitelských výdajů a aktivity ve službách. Indexy nákupních manažerů v sektoru služeb proto v dubnu zůstaly v oblasti expanze (viz graf 5). Navzdory známkám zlepšení panuje široká shoda, že domácí poptávka v Číně se od zrušení politiky nulového covidu dostatečně nezotavila, což platí zejména pro spotřebitelské výdaje. Tento vývoj spotřebitelských výdajů se odráží i ve slabé míře růstu spotřebitelských cen (viz graf 5). Považujeme však za nepravděpodobné, že by čínští politici vyslyšeli volání po silnější politické podpoře spotřeby (např. prostřednictvím rozdělování hotovosti nebo privatizace státního majetku s cílem předat stávající bohatství domácnostem). Bez dalších podpůrných opatření vlády se nicméně zdá být sporné, zda Čína bude schopna dosáhnout svého cíle růstu, který si sama stanovila, a to na úrovni kolem 5 % v letošním roce.

## 5. OŽIVENÍ V ČÍNĚ POKRAČUJE, INFLACE ZŮSTÁVÁ NA NÍZKÉ ÚROVNI



## FINANČNÍ TRHY JSOU PO VÝRAZNĚ NEPŘÍZNIVÉM DUBNOVÉM VÝVOJI OPĚT PŘÍVĚTIVĚJŠÍ

Duben byl pro akciové i dluhopisové trhy obtížným měsícem. Kombinace trvale vysokých údajů o inflaci v USA a solidního růstu amerického HDP v prvním čtvrtletí podpořila na trzích obavy, že zejména Fed nebude uvolňovat svou měnovou politiku tak rychle, jak se dříve očekávalo. Akciové i dluhopisové trhy proto reagovaly negativně. Na začátku května se však opět z velké části zotavily. Index S&P 500 ve sledovaném období (od 1. dubna do 10. května) mírně klesl, zatímco index Euro Stoxx 50 zůstal stabilní a německý index DAX dokonce 10. května dosáhl nového historického maxima (viz tabulka). Výsledky podniků vykazované za první čtvrtletí většinou překonaly očekávané zisky (i když nízké) a ekonomické prostředí zůstává v zásadě příznivé. Dluhopisové trhy v dubnu v důsledku změny očekávání ohledně vývoje úrokových sazeb také zpočátku trpěly. Trhy přitom v letošním roce očekávaly pouze jeden a půl snížení úrokových sazeb v USA a termín prvního snížení úrokových sazeb ze strany Fedu byl posunut hluboko do druhé poloviny roku. V důsledku toho vzrostly výnosy desetiletých státních dluhopisů přibližně na 4,7 %. Výnosy německých státních dluhopisů tento trend následovaly a vzrostly na více než 2,6 %. V poslední době však výnosy dluhopisů s různými splatnostmi v USA i v eurozóně opět klesly a dluhopisy dokázaly znovu získat půdu pod nohama.

Na komoditních trzích cena ropy Brent ve sledovaném období klesla přibližně o 4 % a naposledy se obchodovala přibližně za 85 USD za barel (viz tabulka), přičemž předtím dlouhodobě výrazně rostla v důsledku obav z další eskalace na Blízkém východě. Nedávné známký možné dohody o příměří v regionu znamenaly, že ke konci sledovaného období se velká část prémie za geopolitické riziko opět přestala v cenách futures projevovat. Zlato jako drahý kov ve sledovaném období vzrostlo o více než 5 %, ale mezitím u něj došlo k výraznému poklesu ceny, protože trhy si stále víc uvědomovaly, že Fed pravděpodobně zahájí cyklus snižování úrokových sazeb později a že by toto snižování mohlo být méně rozsáhlé. Vyhliďka, že by se mohl potvrdit model vývoje úrokových sazeb, který Fed předem stanovil a který obsahuje pro tento rok tři snížení sazeb, však cenu zlata v poslední době podpořila. V tomto prostředí se kurz eura vůči dolaru zvýšil na necelých 1,08 (k 10. květnu, viz tabulka).

# Alokace aktiv – správa našeho portfolia

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> )	○	○	●
		Rozvíjející se trhy	○	●	○
	Dluhopisy	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)	○	●	○
		Dluhopisy rozvíjejících se trhů (místní měna)	○	○	●
	Komodity	Ropa	○	●	○
		Zlato	○	●	○

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



## Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

### NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ AKCIE

Tento postoj je podporován vyhlídkami poměrně vytrvalého růstu a očekáváním snížení sazeb centrálními bankami.

### NEUTRÁLNÍ EVROPSKÉ AKCIE

Makroekonomická situace se zlepšuje a překonává konsenzuální odhady. Trh práce zůstává stabilní a klesající inflace vede k vyššímu reálnému příjmu. 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 zůstává silný, 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 strategicky opatrní, pokud jde o čínské akcie. Nízké ceny však mohou být díky některým fiskálním a měnovým stimulům výhodné pro využití mírného taktického mechanismu catch-up. V Latinské Americe může Fed svým vyčkáváním 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. Extrémní oslabení japonského jenu může mít vliv na inflaci, protože Japonsko je silným dovozcem potravin a energií, a na úrokové sazby. 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 nízké spready, ale v jejich prospěch nadále hovoří odolnost hospodářského cyklu a to, že investoři nadále hledají příležitosti k dosažení výnosů. Celkově se očekává, že základní ukazatele u podnikových dluhopisů investičního stupně zůstanou silné díky zdravým rozvahám, lepším než očekávaným ziskům, značným peněžním zůstatkům a nízké úrovni zadlužení ve srovnání s dlouhodobými průměry.

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

Jejich spready, zejména u dluhopisů nižší kvality, zatím plně nekompensují riziko výrazného zpomalení ekonomiky. Kromě toho je tato třída aktiv 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

Vliv má přetrvávající americká inflace s rizikem 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 stále vyčkávající 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 ceny 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 z očekávání nižších sazeb a geopolitické nejistoty.

### MĚNY

Americký dolar by měl být i v nadcházejících měsících 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: KYBERNETICKÁ BEZPEČNOST

Megatrend digitalizace a její nedávné zrychlení vytvořily složité ekosystémy a zvýšily zranitelnost našich digitálních životů. Podniky, vlády i jednotlivci se při každodenních činnostech stále více spoléhají na technologie, což vede k exponenciálnímu růstu digitálních sítí a rozsáhlému sdílení citlivých údajů. Pandemie dále urychlila zavádění základních technologií, vytvořila nové potřeby v oblasti digitálního zabezpečení, rozšířila základnu instalovaných zařízení a zvýšila množství produkovaných dat. Současný vzestup nových technologií rozšiřuje útočný prostor pro kybernetické hrozby, zatěžuje starší systémy a odhaluje mezery v digitální obraně. V důsledku toho se kybernetické útoky vyvinuly do sofistikovanějších forem a řadí se nyní mezi hlavní globální podnikatelská rizika a mají pro dotčené podniky závažné důsledky, od finančních škod, včetně přímých nákladů na výkupné, pokut a právních poplatků, až po poškození pověsti, včetně nepřímých nákladů spojených se ztrátou důvěry zákazníků a investorů. Podle MMF byly celosvětové náklady na kyberkriminalitu v roce 2022 odhadovány na 8,44 bilionu USD. Dopad a dramatický nárůst kybernetických útoků vyvolal obavy také u úřadů, které se rozhodly zavést přísnější regulační požadavky a normy pro dodržování předpisů s cílem chránit soukromí a bezpečnost údajů fyzických osob. Například obecné nařízení Evropské unie o ochraně osobních údajů (GDPR) a kalifornský zákon o ochraně osobních údajů spotřebitelů (CCPA) ukládají firmám, které nedostatečně chrání údaje zákazníků, vysoké pokuty.

Očekává se, že neustálý nárůst investic do digitálních technologií ve veřejném i soukromém sektoru povede k silnému a dlouhodobému cyklu výdajů na digitální bezpečnostní řešení. V roce 2022 činily celosvětové výdaje na řešení kybernetické bezpečnosti téměř 170 miliard USD. Analytici předpovídají, že do roku 2030 tyto výdaje porostou zhruba o 12,6 % ročně, což povede k tomu, že do roku 2030 dosáhne odvětví velikosti přibližně 440 miliard USD. Podle těchto odhadů by jen transformace cloudu v hodnotě bilionu dolarů měla pro řešení kybernetické bezpečnosti vytvořit příležitost v hodnotě nejméně 100 miliard USD, což by představovalo obrovský, dlouhodobě vanoucí vítr do plachet tohoto odvětví. V roce 2023 byla tato oblast stále z velké části nevyužitá, přestože 80 % případů narušení bezpečnosti dat se týkalo dat uložených v cloudu.

Mnoho společností zabývajících se kybernetickou bezpečností využívá obchodní model software jako služba („SaaS“). To znamená, že software, který nabízejí, je založen na cloudu a zákazníkům je poskytován buď na základě smlouvy o platbě za použití, nebo smlouvy o předplatném. Obě alternativy zajišťují určitý minimální příjem a odstraňují extrémy v podobě vrcholu a následného propadu obvyklé u tradičního modelu, kdy je software poskytován na místě v lokálních zařízeních. Ačkoli se toto odvětví stále nachází ve fázi vývoje, mnoho podniků významně investuje do vývoje a komercializace nových inovativních produktů. Tradiční ukazatele, jako je poměr ceny k zisku, tak mohou některé lidi mást a vést k přesvědčení, že se tento dílčí sektor obchoduje s výraznou premii oproti širšímu technologickému odvětví. Z tohoto důvodu jsou vhodnější koeficienty založené na tržbách, protože vyrovnávají vliv těchto snah, které negativně ovlivňují EBITDA a zisk. Například přední americký hráč v oblasti kybernetické bezpečnosti se obchoduje s poměrem ceny k zisku 46,5x 2025e, což je 97% premie oproti poměru 23,6x u amerického technologického trhu. Zároveň má 54% premii na úrovni poměru hodnoty podniku a tržeb s poměrem 9,7x oproti 6,3x u indexu, což je odůvodněno očekávaným 16,7% růstem tržeb podle složené roční míry růstu (CAGR) v příštích pěti letech a premiovou ziskovostí.

Silná dynamika poptávky na koncovém trhu se nadále promítá do silných základních ukazatelů pro podniky zabývající se kybernetickou bezpečností, protože bezpečnostní výzvy zůstávají jednou z hlavních priorit v programech globálních společností. Rozvíjení potenciálu umělé inteligence (AI) navíc změní pravidla hry v tomto odvětví, protože bude hrát zásadní a hmatatelnou roli při zlepšování podnikání. Díky pokročilým algoritmům a strojovému učení dokáže umělá inteligence analyzovat obrovské množství dat v reálném čase, což umožňuje okamžitou detekci potenciálních hrozeb a anomálií. Tento systém bude mnohem rychlejší a přesnější než tradiční metody a sníží zátěž analytiků, což povede k zefektivnění provozu, racionalizaci organizace a snížení nákladů. Celkově toto téma nabízí investorům příležitost diverzifikovat portfolio a využít vyhlídky silného růstu a transformace, a to buď s využitím expozice vůči hráčům zaměřujícím se čistě na tuto problematiku, nebo s možností opřít se o větší diverzifikované softwarové hráče.

## INVESTICE DO DLUHOPISŮ

### NÁŠ NÁPAD: KVALITNÍ PODNIKOVÉ DLUHOPISY

Údaje vypovídající o silnější, než očekávané inflaci v USA v dubnu negativně ovlivnily pevný výnos. Faktorem, který trh s dluhopisy nejvíce penalizoval, byl zejména březnový růst spotřebitelských cen v USA (meziměsíčně o 0,4 %, respektive meziročně o 3,5 % z předchozích 3,2 %) a „deflátoru výdajů na osobní spotřebu (PCE)“, jednoho z nejdůležitějších ukazatelů sledovaných Federálním rezervním systémem USA (nárůst o 0,3 % oproti únoru a meziročně o 2,7 %). Tyto údaje živily nejistotu ohledně začátku cyklů snižování sazeb centrálních bank, které byly nyní odloženy až na podzim a později.

Výnos desetiletých státních dluhopisů vzrostl z 4,20 % na konci března až do výše 4,70 %. Sazba u desetiletých německých státních dluhopisů vzrostla o 28 bazických bodů a na konci měsíce dosáhla 2,58 %. Na rozdíl od prvního čtvrtletí, kdy byla patrná dichotomie mezi negativní výkonností státních dluhopisů a pozitivními výnosy ostatních tříd aktiv s pevným výnosem, se v dubnu slabost státních dluhopisů rozšířila i na podnikové dluhopisy a dluhopisy rozvíjejících se trhů. Evropské dluhopisy investičního stupně během měsíce klesly o 0,80 %, zatímco dluhopisy rozvíjejících se trhů ztratily 1,10 %, což bylo způsobeno výběrem zisků po mimořádně pozitivních výnosech v prvním čtvrtletí.

Výhled dluhopisových trhů na nadcházející měsíce však zůstává mírně pozitivní. Domníváme se, že opětovné zvýšení americké inflace není strukturální, ale souvisí s dočasnými faktory, které se v příštích měsících vyčerpají, jako je růst cen ropy, který se již částečně obrátil, a se statistickými faktory vzhledem k tomu, že meziroční změny cen jsou srovnávány i s velmi omezeným růstem v první polovině roku 2023.

Kromě toho je při vyvážené správě portfolia pevný příjem opět stabilizujícím faktorem portfolií (díky kladnému výnosu do splatnosti a kuponovým platbám) a bezpečným aktivem pro případ zvratu na akciových trzích. U podnikových dluhopisů se i nadále pozitivně díváme na „kredit investičního stupně“, jejichž rizikově očištěné výnosy jsou stále atraktivní, a to i přes podprůměrnou úroveň spreadu oproti státním dluhopisům. Ocenění kvalitních dluhopisů se může zdát vysoké, ale podniky mají silné základy a pozitivní zisky, které aktuální úroveň cen ospravedlňují a umožní jim přestát případně budoucí napětí na trhu.

Úvěry jsou podporovány také technickými faktory. Přísun nových titulů v této třídě aktiv byl v dubnu opět pozitivní a nabídka nových emisí byla snadno absorbována. Mnoho nových emisí plánovaných na rok 2024 bylo přesunuto do prvních měsíců roku a v nadcházejících měsících očekáváme omezenou nabídku, která poskytne trhu dobrou technickou podporu.

Historicky bývá konec cyklu zvyšování sazeb vhodnou dobou pro nákup kvalitních podnikových dluhopisů. V předchozích cyklech zvyšování úrokových sazeb přinášely podnikové dluhopisy investičního stupně po dosažení maximálních sazeb následně kladné výnosy po dobu jednoho až tří let. I kdyby se letošní plánované snížení sazeb zpozdilo nad rámec současných prognóz, případný obrat bude u 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	10. 5. 23	10. 5. 19	10. 5. 20	10. 5. 21	10. 5. 22	10. 5. 23	10. 5. 19	1. 1. 24
Do	10. 5. 24	10. 5. 20	10. 5. 21	10. 5. 22	10. 5. 23	10. 5. 24	10. 5. 24	10. 5. 24
<b>Aktiové indexy (celkový výnos, v %)</b>								
MSCI World (v USD)	24,0	-0,4	46,5	-7,9	7,8	24,0	78,6	8,8
MSCI Emerging Markets (v USD)	13,0	-8,7	51,2	-23,2	0,6	13,0	19,8	5,6
MSCI US (v USD)	28,9	4,6	46,6	-4,8	5,0	28,9	96,5	9,8
MSCI Europe (v EUR)	15,8	-7,4	33,1	-1,5	14,5	15,8	60,4	10,7
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	12,9	-3,7	45,4	-21,4	4,5	12,9	29,2	5,7
STOXX Europe 600 (v EUR)	16,0	-6,5	34,2	-2,8	13,9	16,0	60,6	10,6
DAX 40 (Německo v EUR)	18,6	-8,9	41,2	-12,1	17,5	18,6	55,7	12,1
MSCI Italy (v EUR)	35,5	-16,4	44,3	-3,9	25,6	35,5	95,8	17,7
ATX (Rakousko, v EUR)	22,5	-23,3	54,7	-6,7	10,0	22,5	46,8	9,8
SMI (Švýcarsko, v CHF)	5,1	6,0	18,6	6,7	2,3	5,1	44,4	8,5
S&P 500 (USA, v USD)	28,4	4,1	45,3	-3,1	5,2	28,4	96,9	10,0
Nikkei (Japonsko, v JPY)	33,7	-3,6	48,6	-9,6	13,9	33,7	97,7	15,1
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-5,8	12,7	28,6	-20,1	4,3	-5,8	9,6	7,0
<b>Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-5,2	21,2	-6,0	-10,8	0,2	-5,2	-3,2	-3,6
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-2,2	13,9	-4,2	-8,0	-0,5	-2,2	-2,1	-2,1
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	3,3	7,8	6,9	-11,3	1,1	3,3	7,2	-1,0
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	0,1	5,1	-2,7	-10,2	-8,6	0,1	-15,5	-3,0
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	2,4	4,3	1,2	-9,5	-7,7	2,4	-9,3	-1,7
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	5,3	-0,8	5,3	-9,3	-3,3	5,3	-3,3	0,1
<b>Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	112	-178	92	139	45	112	206	64
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	99	-186	42	194	85	99	231	59
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	39	-78	-73	222	86	39	192	43
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	28	-48	32	122	129	28	255	50
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	12	-43	-7	127	142	12	224	40
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-26	32	-79	207	150	-26	278	29
<b>Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)</b>								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-60	100	-129	52	4	-60	-33	-15
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-169	353	-426	126	26	-169	-89	-22
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-46	62	-80	67	1	-46	5	-23
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-149	245	-350	210	-25	-149	-63	-56
<b>Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)</b>								
Libor (USD, 3 měsíce)	26	-210	-27	123	394	26	306	-1
Euribor (EUR, 3 měsíce)	50	6	-29	12	372	50	413	-9
<b>Směnné kurzy eura (změna v %)</b>								
Americký dolar (EUR-USD)	-1,4	-3,1	12,2	-13,3	3,8	-1,4	-4,0	-2,5
Britská libra (EUR-GBP)	-0,9	1,6	-1,5	-0,7	1,4	-0,9	-0,2	-1,0
Švýcarský frank (EUR-SFR)	0,2	-7,6	3,9	-4,2	-6,8	0,2	-14,1	5,6
Japonský jen (EUR-JPY)	14,6	-6,2	14,7	3,8	7,9	14,6	36,2	7,4
<b>Komodity (změna v %)</b>								
Komoditní index (GSCI, v USD)	16,9	32,3	4,1	-0,4	10,1	16,9	74,9	14,6
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	14,5	-14,8	75,7	3,2	-14,2	14,5	46,5	11,9
Zlato (v USD za ryzí unci)	16,9	33,5	7,3	0,4	9,6	16,9	83,5	14,4
Ropa (Brent, v USD za barel)	11,6	-58,2	130,8	49,9	-25,4	11,6	18,0	7,7

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 10. 5. 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 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 10. květnu 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)