



Princip neurčitosti

Výhled č. 8/2024

Princip neurčitosti

Pochopení dynamiky trhu
v období geopolitického napětí

Obsah

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	10
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	15
JAK INVESTOVAT	18



Souhrnný přehled



MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Nedávné hospodářské údaje ukazují, že ekonomiky USA a EU vykazují rozdílné trendy. Ekonomika USA se zdá být silná, neboť v posledních měsících byl růst HDP revidován směrem nahoru a byl hlášen vysoký nárůst pracovních míst. Trh práce je i nadále odolný, což vede k výraznému poklesu míry nezaměstnanosti. I když některé ukazatele naznačují, že údaje o zaměstnanosti mohou být mírně nadhodnocené, celkový trend ukazuje spíše na stabilní vývoj než na výrazný pokles. Naopak v eurozóně došlo k nečekanému zpomalení hospodářského růstu, přičemž se objevily signály slabšího růstu z různých odvětví. Celková inflace se na obou stranách Atlantického oceánu snižuje, ale jádrová inflace (tj. bez potravin a energií) spíše přetrvává, což naznačuje, že určité tlaky nadále ohrožují obě ekonomiky.



MĚNOVÁ POLITIKA A CENTRÁLNÍ BANKY

V reakci na tento hospodářský vývoj centrální banky v obou regionech upravují své měnové politiky. Ve Spojených státech se očekávání trhu ohledně snižování úrokových sazeb změnila a účastníci trhu očekávají v nadcházejících měsících jejich postupné snižování v důsledku toho, že ekonomické údaje jsou silnější, než se očekávalo. Nedávné zápisy z jednání odhalují, že v rámci Federálního rezervního systému (Fed) existují rozdílné názory na tempo uvolňování, což naznačuje, že bude zvolen opatrnější přístup k normalizaci sazeb. Evropská centrální banka (ECB) ve stejnou dobu rázně reagovala na hospodářské problémy eurozóny a snížila úrokové sazby s ohledem na slabší prognózy inflace a růstu. Zdůraznila, že je důležité řešit rizika nepříznivě ovlivňující hospodářskou aktivitu, což odráží proaktivní postoj k podpoře ekonomiky. Čínská lidová banka zavedla řadu opatření na uvolnění měnové politiky, aby podpořila oživení čínské ekonomiky, včetně snížení úrokových sazeb a povinných minimálních rezerv. Cílem těchto opatření je podpořit domácí poptávku a stabilizovat ekonomiku v situaci, kdy ukazatele růstu klesají a přetrvávají strukturální problémy.



FINANČNÍ TRHY

Světové finanční trhy v posledních několika týdnech reagovaly na měnící se ekonomickou situaci a na kroky centrálních bank. V USA přispěly k pozitivní náladě investorů dobré údaje o zaměstnanosti a optimistická očekávání firemních zisků, což vedlo k solidním výsledkům akciového trhu. K příznivému prostředí pro akcie přispívá i očekávání dalšího snížení úrokových sazeb ze strany Fedu. Eurozóna naopak zaznamenala smíšené reakce trhu, kdy uvolnění měnové politiky ECB poskytlo určitou podporu, ale nadšení zmírnila ekonomická nejistota. V Číně nedávná stimulační opatření vedla k silnému vzestupu akcií, ačkoli v souvislosti se strukturálními problémy přetrvávají obavy o udržitelnost růstu.

Na trzích cenných papírů s pevným výnosem vedla očekávání dalšího snižování úrokových sazeb zpočátku k poklesu výnosů amerických dluhopisů, ale nedávné přesvědčivé údaje z trhu práce způsobily následný nárůst celé křivky. Naopak v eurozóně výnosy mírně poklesly, což ukazuje, že v důsledku výrazných ekonomických problémů tohoto regionu probíhá vývoj v eurozóně do určité míry odděleně od vývoje v USA.

Celkově lze říct, že na akciových trzích i trzích cenných papírů s pevným výnosem panuje opatrný optimismus vyvolaný politikou uvolňování centrálních bank, ale hrozí potenciální volatilita, kterou ovlivní nadcházející zprávy o hospodářských výsledcích, geopolitické napětí a rozdílné trajektorie oživení.

Dopis investičních ředitelů

Rok 2024 se blíží ke konci a zatím se vyvíjí zcela jinak, než mnozí investoři na konci loňského roku očekávali. V té době se v mnoha diskusích hovořilo o rizicích recese v USA, zatímco očekávání ohledně evropské ekonomiky se zaměřovala na mírné oživení po dlouhém hubeném období. Před rokem například přibližně pětina světových výzkumných center očekávala v roce 2024 v USA **technickou recesi**¹⁾ a zároveň nepředpokládala záporný hospodářský růst v Evropě. Výsledná hospodářská trajektorie se však od očekávání velmi lišila: Americká ekonomika se ukázala být překvapivě silná, zatímco fáze slabého vývoje v Evropě pokračuje dodnes.

Tento vývoj se projevuje ve výkonnosti světových trhů dluhopisů v letošním roce. Na konci loňského roku se obavy z recese v USA projeví mimo jiné tím, že investoři doufali v brzké a výrazné snížení úrokových sazeb americkým Federálním rezervním systémem (Fed). To na začátku roku vyvolalo značný vzestup zejména u amerických státních dluhopisů. Pozitivní data z amerického trhu práce však naděje na rychlé a výrazné snížení úrokových sazeb rozmetala, což následně vedlo k výraznému poklesu cen dluhopisů v prvních měsících letošního roku. Ceny dluhopisů se zotavily až poté, co se snížení úrokových sazeb skutečně projevilo.

Naproti tomu akciové trhy zaznamenaly příjemně silný růst cen, zejména v USA, což by především pesimisté nečekali. Akciové trhy se ukázaly jako překvapivě silné nejen tváří v tvář obavám z recese, ale také tváří v tvář několika geopolitickým rizikovým faktorům, jako je válka na Blízkém východě nebo z pohledu Západu děsivý vývoj války Ruska proti Ukrajině. Například před rokem by nedávná eskalace na Blízkém východě (viz také Pohled zblízka) byla jen stěží slučitelná s dvouciferným výkonem evropských a amerických akciových indexů a **cenou ropy výrazně pod 80 USD**²⁾ (viz tabulka na straně 21).

Pokud jde o často zmiňované „volební riziko“, supervolební rok 2024 už toho nabídl hodně: nové volby do francouzského Národního shromáždění a volební thriller ve Francii po volbách do Evropského parlamentu (výsledkem je problematická většina ve francouzském parlamentu), troje zemské volby ve východních spolkových zemích Německa (s dosud nejasným sestavením vlády), znovuzvolení indického premiéra Naréndry Módího (v největším demokratickém hlasování na světě), které mnozí očekávali, a nedávné volby do Národní rady v Rakousku (v nichž se nejsilnější stranou stala pravicově populistická a euroskeptická FPÖ). Nejdůležitější politická událost roku, která bude mít pravděpodobně i nejrozsáhlejší dopady na dění na trhu, však teprve přijde: prezidentské volby v USA, které budou napínavé přinejmenším do dne voleb. Kromě toho se řada politických pozorovatelů domnívá, že to bude pokračovat i ve dnech a týdnech po volbách. V poslední době se šance bývalého amerického prezidenta Donalda Trumpa na vítězství opět zvýšily, což se projevilo i v nedávném růstu cen akcií, které by údajně mohly z politiky Donalda Trumpa těžit: tradiční energetické společnosti, finanční akcie a akcie podniků působících v oblasti zdravotní péče, které by pravděpodobně profitovaly z Trumpova deregulačního politického programu. Střednědobé a dlouhodobé dopady případného druhého Trumpova prezidentství zůstávají nejasné. Je těžké předvídat, které ze slibovaných politických projektů by v případě volebního vítězství skutečně realizoval a pro které by dokázal zajistit parlamentní většinu. Mohlo by jít o iniciativy, které by trhy uvítaly, například snížení daní. Otřesy by však mohla způsobit i další opatření, například případný přechod financování vlády USA z daňových příjmů na příjmy z cel. Taková drastická změna systému, jejíž uskutečnění se zdá být jen stěží reálné, by mohla značně narušit strukturu mezinárodního trhu.

¹⁾ V Evropě je technická recese často definována jako nejméně dvě po sobě jdoucí čtvrtletí záporného růstu reálného HDP.

²⁾ Odolnost trhů v souvislosti s válkou na Blízkém východě je podrobněji rozebrána v části této publikace nazvané Pohled zblízka.

Žádné ze zmíněných rizikových faktorů – včetně těch, které se alespoň částečně naplnily, jako je válka na Blízkém východě – zatím pozitivní náladu na kapitálových trzích nezmírnily. Důvodem je nejen vyhlídka na (další) výrazné snížení úrokových sazeb, které by mělo podpořit hospodářskou aktivitu a globální finanční trhy, ale také důvěra, že se jako nejpravděpodobnější scénář stále víc ukazuje tzv. „měkké přistání“³⁾ americké ekonomiky. Navzdory všem problémům podporuje trhy vyhlídka na pokračující silný hospodářský růst a v důsledku toho i rostoucí zisky podniků. Co se týče rozmachu umělé inteligence, v současné době nic nenasvědčuje tomu, že by se tento vývoj systematicky přeháněl nebo že by měl brzy skončit. Je však také jasné, že transformace vyvolaná umělou inteligencí přinese jak vítěze, tak poražené. V další fázi se pozornost zaměří nejen na výrobce hardwaru a softwaru, kterých se umělá inteligence přímo týká (tj. podniky nabízející čipy a algoritmy pro umělou inteligenci), ale také na to, které obchodní modely a podniky budou z využití technologie umělé inteligence těžit a které pravděpodobně naopak zastarají. Investoři by proto měli zůstat ostražití.

Celkově lze říct, že vzhledem k inflaci směřující k 2% cíli centrální banky, klesajícím úrokovým sazbám centrálních bank, odolným trhům práce na obou stranách Atlantiku a silné americké ekonomice jako motoru globálního růstu zůstává tržní prostředí pozitivní. Akcie, zejména americké, by měly být v nadcházejících měsících i nadále žádané, zatímco na straně dluhopisů se teprve uvidí, jak se projeví výsledek amerických voleb. I když je americká ekonomika v dobré kondici, může diverzifikace rizika mezi různé třídy aktiv přispět ke snížení rizika. Americké akcie jsou v mezinárodním srovnání i v historickém kontextu relativně vysoce oceněny. To by mohlo vést k tomu, že se projeví rizika spojená s volatilitou. Proto nadále preferujeme neutrální postoj k akciím, ale pozitivní postoj k dluhopisům. Vysoké úrokové sazby na kapitálovém trhu ve srovnání s posledními pěti až deseti lety mají pro investory příjemný vedlejší efekt, že vyvážení rizikového profilu portfolia pomocí cenných papírů s pevným úrokem může nyní přinést zajímavé výnosy. Na oplátku je však třeba akceptovat mírně vyšší riziko durace. V posledních čtvrtletích přinášely termínované vklady úrokové výnosy nad úroveň dlouhodobých inflačních očekávání. Tato fáze pravděpodobně v nadcházejících měsících skončí. Do popředí zájmu se proto stále více dostávají dlouhodobější cenné papíry s úrokovým výnosem, které zároveň představují zajištění proti možným ekonomickým rizikům.

³⁾ Jako měkké přistání se označuje fáze zpomalení hospodářského růstu bez upadnutí ekonomiky do recese. Tvrdým přistáním se naopak označuje náhlé a prudké zpomalení ekonomiky, které obvykle skončí recesí.

MANUELA D'ONOFRIO, ředitelka oddělení investiční strategie skupiny, UniCredit SpA
PHILIP GISDAKIS, investiční ředitel Německo, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)
ALESSANDRO CAVIGLIA, investiční ředitel Itálie, UniCredit SpA
OLIVER PRINZ, investiční ředitel v Rakousku, UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG

Pohled zblízka

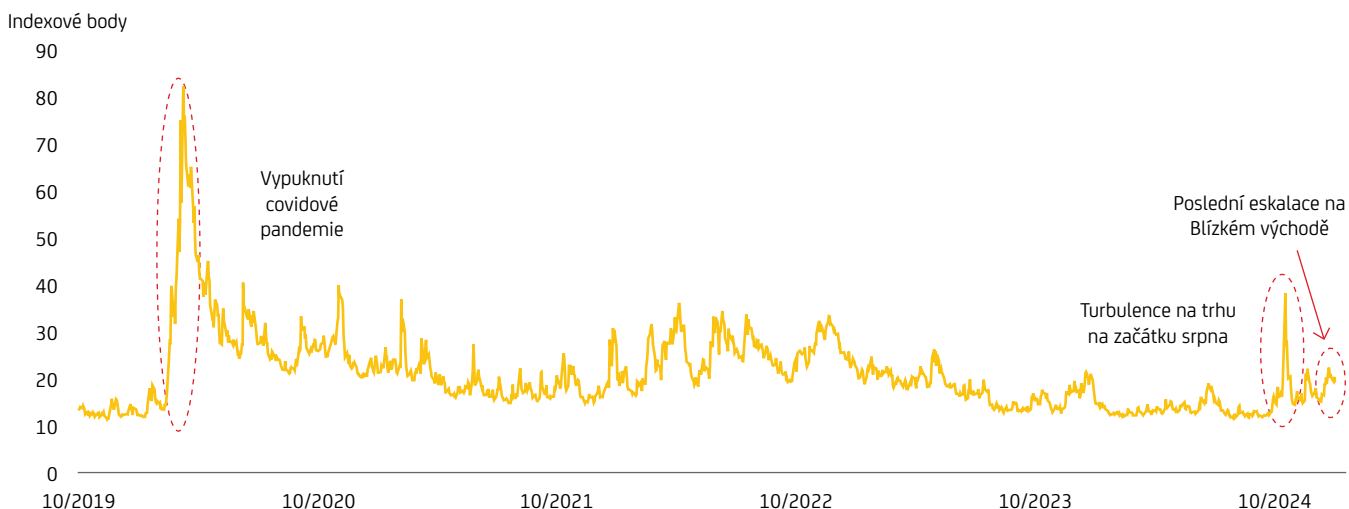
Spirála eskalace konfliktu na Blízkém východě
Jak finanční trhy zvládají geopolitické napětí?

Radikální islamistická teroristická organizace Hamás zabila 7. října 2023 v Izraeli stovky mužů, žen a dětí. Útok uvrhl Blízký východ do hluboké krize. Přibližně rok po útoku se konflikt dostal do nové fáze eskalace a rozšířil se také do Libanonu a Íránu, což vyvolává obavy z většího přímého konfliktu mezi Izraelem a Íránem. Zatímco administrativa amerického prezidenta Joea Bidena opakovaně vyzvala k deeskalaci, světové finanční trhy zůstávají vzhledem k poslednímu vývoji překvapivě klidné: **Index VIX**⁴⁾ v poslední době vzrostl, ale historické srovnání ukazuje, že se stále pohybuje na umírněné úrovni kolem 20, což je výrazně pod jeho vrcholem po vypuknutí pandemie covidu a také pod hodnotou pozorovanou během turbulencí na trhu na začátku srpna tohoto roku (viz graf 1). Osvětlujeme souvislosti a uvádíme, jaký vývoj by mohl vést k výraznému **úťeku ke kvalitě**⁵⁾ na trzích.

⁴⁾ Index VIX, často samotnými obchodníky označovaný jako „index strachu“, vyjadřuje prognózovanou volatilitu akciového trhu (indexu S&P 500) během nadcházejících 30 dní. Předpokládaný rozsah kolísání trhu je koncepčně spojen s celkovou úrovní vnímané nejistoty, která se obvykle použije u událostí se zvýšeným potenciálem rizik.

⁵⁾ Pokud se účastníci trhu vyhýbají riziku a dávají přednost bezpečným investicím, hovoří se o úťeku ke kvalitě nebo averzi vůči riziku, tzv. risk-off. V této situaci investoři často stahují své peníze z rizikovějších investic a investují do bezpečných investic, jako jsou státní dluhopisy nebo zlato. Pokud naopak účastníci trhu projevují vyšší ochotu riskovat a investují do rizikovějších aktiv, označuje se to jako „risk-on“. V takovém případě investoři investují spíše do akcií, komodit a měn rozvíjejících se trhů.

1. INDEX VIX STÁLE NA UMÍRNĚNÉ ÚROVNI



Poznámka: 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 růst nebo klesat také v důsledku kolísání měny.

Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 15. 10. 2019 – 15. 10. 2024

KONFLIKT NA BLÍZKÉM VÝCHODĚ HÝBE TRHEM S ROPOU: CENA ROPY DOČASNĚ STOUPÁ

Až do začátku října trh s ropou rostoucí napětí na Blízkém východě v podstatě ignoroval. Vzhledem k oslabující poptávce v Číně a známkám hospodářského zpomalení v USA ceny ropy v posledních měsících celkově klesaly. Poté, co cena ropy Brent ve třetím čtvrtletí výrazně klesla a v září se dočasně dostala na nejnižší úroveň za téměř tři roky, vystřelila počátkem října po iránském raketovém útoku na Izrael téměř o 10 % (viz graf 2). Ačkoli šlo o největší nárůst od ledna 2023 (na týdenní bázi), celková změna se stále zdá být mírná: ceny ropy vzrostly, ale z nízké úrovně. Vzhledem k zesílení konfliktu bude volatilita v současné době pravděpodobně pokračovat, ale neočekává se prudký nárůst cen, pokud nedojde k masivní eskalaci a dodávky ropy zůstanou z velké části zachovány.

2. CENY ROPY V DLOUHODOBÉM KONTEXTU ROSTOU JEN MÍRNĚ

Cena ropy (barely ropy Brent, v USD)



Poznámka: Výkonnost dosahovaná v minulosti, simulace a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. U investic do komodit se nezohledňují vzniklé pořizovací náklady a náklady na úschovu. Výnosy z investic v cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny.

Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 15. 10. 2019 – 15. 10. 2024

Zatímco některé země OPEC+⁶⁾, včetně Saúdské Arábie, která je vedoucí zemí OPEC a největším vývozcem ropy na světě, v současné době zvažují kroky ke zmírnění omezení těžby, růst cen ropy by mělo tlumit několik dalších faktorů, které se v předchozích krizích v této podobě neprojeví. Po dvou letech trvalého snižování produkce mají producenti OPEC+ například značnou rezervní kapacitu (více než pět milionů barelů denně), která by mohla být obnovena v případě přerušení dodávek z Íránu. Západ navíc disponuje strategickými zásobami ropy, které by mohly pomoci stabilizovat ceny. Zásoby břidlicové ropy v USA představují další rezervu, protože tamní těžbařské společnosti jsou teoreticky schopny rychle rozšířit objem těžby.

⁶⁾ Organizace zemí vyvážejících ropu plus (OPEC+) je volné sdružení 12 členů OPEC a 10 největších zemí světa, které nejsou členy OPEC (včetně Ruska).

TRANZIT FOSILNÍCH PALIV PŘES HORMUZSKÝ PRŮLIV ZŮSTÁVÁ ACHILLOVOU PATOU

Přerušení přímých dodávek z Íránu by pravděpodobně mělo zvládnutelný dopad na světový trh s ropou. Důvodem je skutečnost, že význam Íránu⁷⁾, který vyváží přibližně 1,5 milionu barelů denně (podle výpočtů analytické společnosti Vortexa, která se specializuje na energetický sektor), je ve vztahu k celkovému trhu s ropou zvládnutelný, neboť stále platí řada sankcí uvalených na tuto zemi. Větší obavy vzbuzuje fakt, že útok Izraele na iránský ropný průmysl by mohl znamenat začátek velkého přímého konfliktu mezi oběma zeměmi a negativně ovlivnit tranzit fosilních paliv přes Hormuzský průliv. Průliv spojuje Perský záliv s Indickým oceánem a je jednou z nejdůležitějších námořních tras pro přepravu ropy, ropných produktů a zkapalněného zemního plynu (LNG). Tímto kritickým bodem prochází téměř třetina ropy přepravované po moři. Írán v minulosti několikrát pohrozil blokadou této trasy, ale nikdy k ní nedošlo. Přerušení této důležité přepravní trasy by mohlo způsobit výrazný nárůst cen ropy, a dokonce je vyhnat na nová rekordní maxima, protože alternativní trasy jsou omezené⁸⁾.

⁷⁾ V poslední době Írán produkoval téměř čtyři miliony barelů denně, což představuje přibližně 4 % celosvětové produkce. Přesto se zdá, že země našla způsoby, jak ropu vyvážet, a to i do Číny.

⁸⁾ Alternativu pro Saúdskou Arábii a Spojené arabské emiráty představuje do jisté míry východozápadní ropovod (Abqaiq–Janbú) přes Arabský poloostrov a ropovod Abú Dhabí, i když první z nich vede do Rudého moře, které již bylo objeto.

Vzhledem k blížící se zimě na severní polokouli a s ní spojenému nárůstu poptávky by takový scénář byl problematický i pro světové trhy s plynem. Katarský vývoz LNG představuje více než 20 % celosvětového obchodu s LNG a vzhledem k tomu, že Katar plánuje do roku 2027 výrazně

rozšířit svou kapacitu LNG na více než 170 miliard m³, Hormuzský průliv se pravděpodobně stane ještě důležitějším pro přepravu zkapalněného zemního plynu. Rozvoj odpovídajících kapacit rovněž zvýšil význam Blízkého východu jako dodavatele rafinovaných produktů, zejména pro Evropu. Evropská unie (EU) je víc než v minulosti závislá na dodávkách LNG a rafinovaných ropných produktů z regionu, a to i kvůli sankcím vůči Rusku.

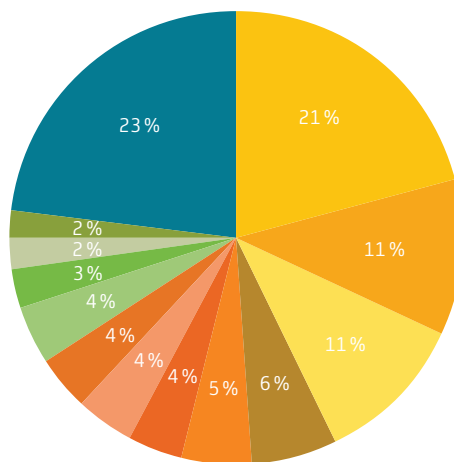
ROPNÉ TRHY SE „NAUČILY“ ZVLÁDAT GEOPOLITICKÉ KRIZE

Přestože rizika nelze popřít, ropné trhy se zřejmě „naučily“ zvládat geopolitické krize způsobem, který se ještě před několika lety, kdy jen obavy z možné eskalace na Blízkém východě způsobily prudký nárůst cen ropy, zdál nemyslitelný. Pravděpodobnost nové ropné krize, srovnatelné s cenovým šokem v roce 1973, se dnes zdá být mnohem menší. Důvodem jsou i změny na straně nabídky. Například díky novým metodám frakování se USA staly zdaleka největším producentem na světě (viz graf 3) a jsou do značné míry energeticky soběstačné.

3. USA ZDALEKA NEJVĚTŠÍM SVĚTOVÝM PRODUCENTEM ROPY

Celosvětová produkce: 102 mil. barelů/den (2023)

- USA
- Saúdská Arábie
- Rusko
- Kanada
- Čína
- Irák
- Brazílie
- Spojené arabské emiráty
- Írán
- Kuvajt
- Mexiko
- Norsko
- Ostatní



Zdroj: Úřad USA pro energetické informace (EIA), oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Kromě toho celosvětová poptávka po ropě sice stále roste, ale její růst zpomaluje. Úřad USA pro energetické informace (EIA) například nedávno snížil své **prognózy cen ropy**⁹⁾ pro letošní rok na 81 USD a pro příští rok na 78 USD za barel ropy brent. Své revize zdůvodňuje obavami o globální ekonomický výhled, zejména kvůli pokračující utlumené poptávce z Číny. Tyto obavy by převážily nad krátkodobou nejistotou dodávek v důsledku geopolitických rizik na Blízkém východě. V polovině října OPEC již potěvil v řadě snížil své prognózy poptávky po ropě pro letošní a příští rok. V dlouhodobém horizontu IEA předpokládá, že poptávka po fosilních palivech dosáhne vrcholu před rokem 2030 a že celosvětová **poptávka po ropě se ustálí maximálně na necelých 106 milionech barelů denně**¹⁰⁾ (letos je to přibližně 103 milionů barelů). IEA očekává, že globální těžební kapacity porostou výrazně rychleji než poptávka a do roku 2030 ji překročí přibližně o 8 milionů barelů denně. To by znamenalo trvalý tlak na pokles ceny ropy. Podle IEA k tomuto vývoji přispívá také transformace energetických systémů po celém světě, včetně rozšíření elektromobility a rychlého růstu obnovitelných zdrojů energie.

⁹⁾ Odkaz: https://www.eia.gov/outlooks/steo/pdf/steo_full.pdf

¹⁰⁾ Odkaz: <https://iea.blob.core.windows.net/assets/493a4f1b-c0a8-4bfc-be7b-b9c0761a3e5e/Oil2024.pdf>

POSOUZENÍ DOPADU SOUČASNÉ SITUACE NA INVESTIČNÍ STRATEGII

Pokud jde o globální finanční trhy, rozsah možného útěku ke kvalitě (risk-off) vyvolaného konfliktem na Blízkém východě bude do značné míry záviset na tom, zda a do jaké míry se situace dále zhorší. Zatímco dohoda o příměří a výměna vězňů mezi Izraelem a Hamásem (nejlepší možný scénář) se v současné době zdají být vzdálené, neočekáváme plnohodnotnou válku mezi Izraelem a Íránem (nejhorší možný scénář). V našem základním scénáři, podle kterého by měly být dodávky energií z Blízkého východu zajištěny bez větších výpadků, by světové finanční trhy měly na tento region i nadále pohlížet s určitým klidem. V tomto ohledu se zásadní úpravy alokace aktiv v reakci na vývoj na Blízkém východě v současné době nejeví jako vhodné.

Vliv geopolitických krizí na dlouhodobou výkonnost vhodně diverzifikovaného smíšeného portfolia se každopádně jeví sporný: Například **studie společnosti BlackRock**¹¹⁾, která je **největším světovým správcem aktiv**, dochází k závěru, že reakce trhu na geopolitické šoky je (v průměru)

¹¹⁾ Odkaz: <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-gauging-geopolitics-june-2019.pdf>

zvládnutelná a obecně krátkodobá. Pozorujeme, že geopolitická rizika mají významný dopad na ceny aktiv pouze tehdy, když mají dlouhodobý vliv na vyhlídky růstu nebo inflace. Díky stále platnému předpokladu o měkkém přistání ekonomiky v USA, zejména vzhledem k tomu, že je doprovázen vyhlídkou na další snížení úrokových sazeb a silnými očekáváními ohledně zisků v letech 2025 a 2026, mají riziková aktiva, jako jsou akcie, v současné době dobrou podporu

Přesto lze v nadcházejících týdnech očekávat zvýšenou volatilitu trhu (nejen v důsledku krize na Blízkém východě, ale také v souvislosti s prezidentskými volbami v USA, které se uskuteční 5. listopadu). V případě vážné eskalace konfliktu na Blízkém východě se zdá být výraznější korekce cen rizikových aktiv, které nedávno opět dosáhly nových maxim, nevyhnutelná – zejména proto, že vážnější narušení dopravy v Hormuzském průlivu by mohlo podkopat důvěru spotřebitelů a investorů a vyvolat obavy z inflace a recese. Podle výpočtů Mezinárodního měnového fondu (MMF) by trvalé zvýšení ceny ropy o 15 % vedlo k dočasnému zvýšení celosvětové míry inflace o 0,7 procentního bodu. MMF vidí rovněž riziko významných hospodářských důsledků pro region a světovou ekonomiku, aniž by však vyčíslil jejich možný dopad. To by také zkomplikovalo úkol centrálních bank, které nemohou současně bojovat proti inflaci a podporovat ekonomiku.

Jako zajištění portfolia pro případ další eskalace je vhodné zvážit investice do akcií energetických firem mimo Blízký východ, které by měly profitovat z přerušení těžby ropy na Blízkém východě nebo z přerušení její přepravy z Blízkého východu. Stavebním kamenem portfolia může být rovněž zlato, i když se zdá, že poptávka po tomto drahém kovu je stále méně ovlivňována typickými faktory „**bezpečného přístavu**“¹²⁾, tj. zlato stále méně slouží jako zajištění proti geopolitickým rizikům. Cena zlata bude pravděpodobně těžit spíše z dalšího snižování úrokových sazeb – a tím i poklesu výnosů – a také z pokračující silné poptávky centrálních bank (i když ta v poslední době klesá) a rostoucího zájmu investorů.

¹²⁾ Investice do „bezpečných přístavů“ si při kolapsu trhu zpravidla zachovávají svou hodnotu, nebo jejich hodnota dokonce roste. Nižší riziko bezpečných přístavů, mezi které tradičně patří zlato, státní dluhopisy, defenzivní akcie a hotovost, je obvykle doprovázeno nižšími potenciálními výnosy.

Makroekonomická situace a trhy

Americká ekonomika si vede dobře, rizika růstu v eurozóně se zvyšují

USA: REVIZE ÚDAJŮ UKAZUJÍ, ŽE EKONOMIKA JE V DOBRÉ KONDICI

Nejnovější ekonomické údaje naznačují, že ekonomice USA se i nadále daří. Nejenže byl růst HDP za poslední dva roky revidován směrem nahoru, což ukazuje, že americká ekonomika rostla výrazněji, než mnozí očekávali, ale také nejnovější údaje o zaměstnanosti ukazují, že americký trh práce zůstává silný (viz graf 4). Například v září bylo vytvořeno 254 000 nových pracovních míst, což je víc než kdykoli od března a výrazně víc, než očekávali analytici (v průměru 150 000). Míra nezaměstnanosti rovněž druhý měsíc po sobě klesala a nyní se opět pohybuje těsně nad 4%. Přestože existují určité statistické náznaky, že údaje o zaměstnanosti v září byly možná poněkud příliš vysoké, nesvědčí o prudkém zhoršení hospodářské situace. Pokud se podíváme na dlouhodobý vývoj zaměstnanosti, ten nadále vykazuje oslabující, a tedy normalizační tendenci, což podporuje náš předpoklad **měkkého přistání**¹³⁾ ekonomiky. Zpomalení dynamiky je patrné i na straně inflace. V září 2024 klesla celková míra meziročního růstu šestý měsíc v řadě na 2,4 % (z 2,5 % v srpnu), což je nejnižší úroveň od února 2021. Pokles byl způsoben především poklesem cen energií (deflací) (-6,8 % oproti -4 % v srpnu). Naopak meziroční jádrová inflace (celková míra inflace bez volatilních složek, tedy energií a potravin) zrychlila na 3,3 % po 3,2 % v předchozích dvou měsících, což je způsobeno především zpomalením poklesu cen nových a ojetých automobilů. Naproti tomu tolik zmiňované ceny nájemného a služeb (s výjimkou nájemného z pronájmu obytných nemovitostí) rostly méně výrazně, což snižovalo základní inflační tlaky.

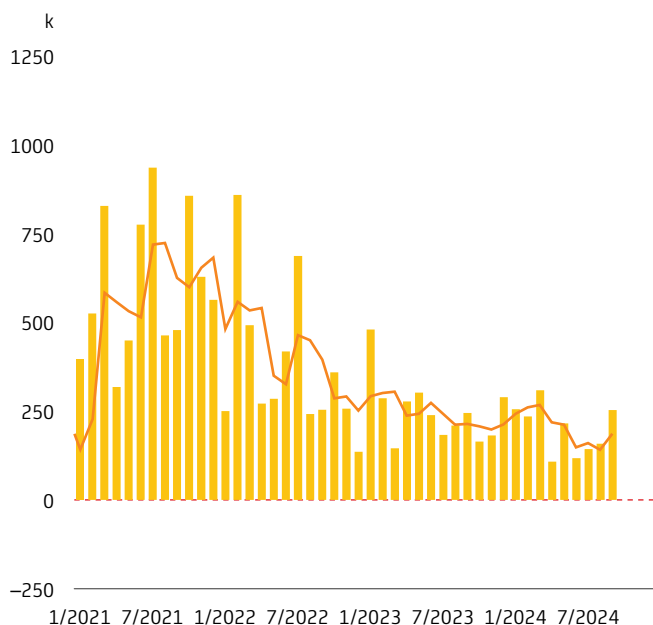
Vzhledem k tomu, že trhy považují problém inflace z velké míry za zažehnaný, zaměřují se nyní především na otázky růstu. V této souvislosti nedávné lepší než očekávané ekonomické údaje z USA přiměly trhy, aby počítaly se snížením úrokových sazeb ze strany amerického Federálního rezervního systému (viz graf 4). Zatímco před zveřejněním údajů z amerického trhu práce trh ještě očekával tři snížení úrokových sazeb do konce roku 2024 (tj. o 75 bazických bodů), nyní již plně počítá s jedním snížením sazeb a na listopadovém a prosincovém zasedání očekává snížení sazeb vždy pouze o 25 bazických bodů (tj. o 50 bb do konce roku 2024). Tento trend bude pokračovat i na počátku roku 2025, kdy se v průběhu prvního čtvrtletí očekává snížení sazeb o 25 bazických bodů. Rekalibraci trajektorie úrokových sazeb podpořil i zveřejněný zápis ze zářijového zasedání Fedu, který ukazuje kontroverzní diskusi o zavedených opatřeních na uvolnění měnové politiky. Když byla v září snížena klíčová úroková sazba, někteří členové Fedu si přáli méně výrazné uvolnění měnové politiky. Podle zápisu z jednání několik členů Fedu konstatovalo, že snížení o 25 bb (namísto skutečného snížení o 50 bb) by bylo v souladu s postupnou normalizací měnové politiky, což by tvůrcům politiky poskytlo čas na posouzení míry zpřísnění měnové politiky s ohledem na další hospodářský vývoj. Předpokládáme, že americký Federální rezervní systém bude nyní postupně pokračovat v cyklu snižování úrokových sazeb, a to dvěma sníženími sazeb po 25 bb v listopadu a prosinci, po nichž bude následovat dalších pět snížení úrokových sazeb ve stejném rozsahu do konce roku 2025.

¹³⁾ Jako měkké přistání se označuje fáze zpomalení hospodářského růstu bez upadnutí ekonomiky do recese. Tvrdým přistáním se naopak označuje náhlé a prudké zpomalení ekonomiky, které obvykle skončí recesí.

4. AMERICKÝ TRH PRÁCE BYL V ZÁŘÍ PŘEKVAPIVĚ SILNÝ, TRHY UPRAVUJÍ OČEKÁVÁNÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

TRH PRÁCE USA

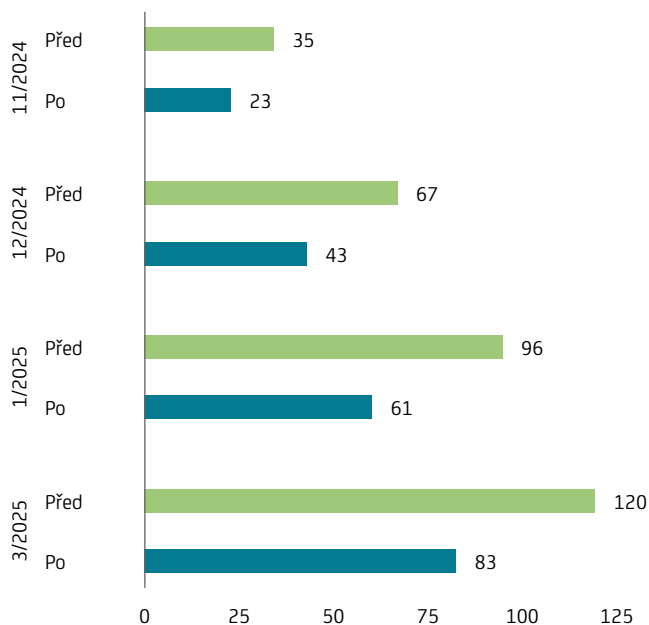
- Nová pracovní místa (BLS), po revizi
- Nová pracovní místa (BLS), po revizi (tříměsíční klouzavý průměr)



Zdroj: Úřad USA pro statistiku práce (BLS), Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

OČEKÁVÁNÍ TRHU OHLEDNĚ SNÍŽENÍ ÚROKOVÝCH SAZEB V USA

v bb, před a po zveřejnění údajů o trhu práce v USA (4. 10. 2024)



EUROZÓNA: ECB OPĚT SNIŽUJE KLÍČOVÉ ÚROKOVÉ SAZBY KVŮLI ZVÝŠENÝM RIZIKŮM RŮSTU

Hospodářské oživení v eurozóně ve třetím čtvrtletí nečekaně prudce zpomalilo. Index nákupních manažerů pro výrobní sektor klesl v září na **45 bodů**¹⁴⁾ (oproti necelým 46 bodům v předchozím měsíci), což je nejnižší hodnota v tomto roce (viz graf 5). Odpovídající index pro sektor služeb rovněž dále klesal a dosáhl hodnoty těsně nad 51 bodů (po zhruba 53 bodech v předchozím měsíci). Ačkoli tento vývoj nadále naznačuje mírný růst v tomto sektoru, jde o nejslabší růst za posledních sedm měsíců. Navíc v eurozóně klesla míra inflace. Celková míra nezaměstnanosti v září meziročně klesla na 1,7 % (po 2,2 % v srpnu), což je nejnižší úroveň od dubna 2021. Nachází se tedy pod 2% cílem ECB. Pro ECB by měl být pozitivní zejména vývoj jádrové míry inflace, která klesla na 2,7 % (z 2,8 % v předchozím měsíci), přičemž zpomalila zejména inflace ve službách (na 3,9 % po 4,1 %).

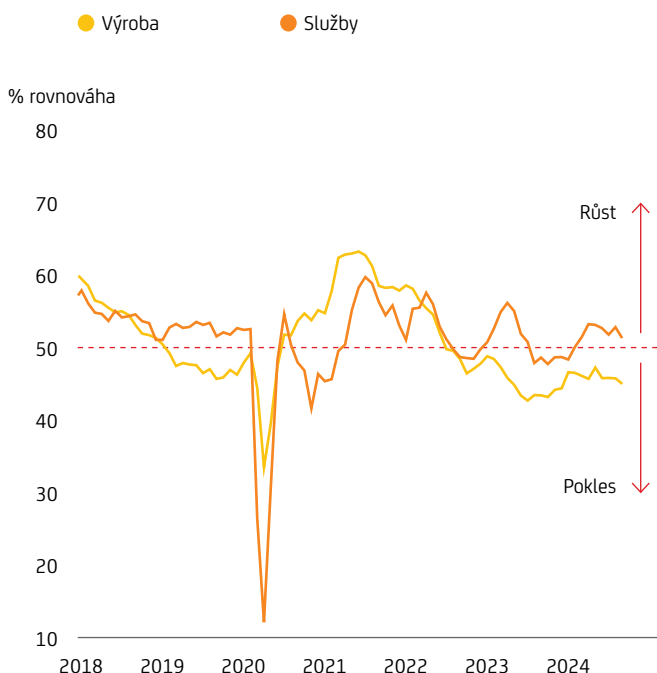
ECB v souladu s očekávanými na svém říjnovém zasedání potřetí v tomto roce snížila depozitní sazbu o 25 bb na 3,25 % (viz graf 5). Refinanční sazba byla snížena na 3,40 %. „**Holubice**“¹⁵⁾ v Radě guvernérů ECB byli po určitou dobu pro další snížení úrokových sazeb. Toto rozhodnutí vychází nejen z aktualizovaného hodnocení inflačního výhledu. Kromě zářijové zprávy o nízké inflaci byly zmíněny zejména slabší předstihové ukazatele z poslední doby, které negativně ovlivňují hospodářský výhled. O tom se hovořilo i na tiskové konferenci. Prezidentka ECB Lagardeová jasně poukázala na rizika ohrožující růst, která se v poslední době objevila. S odkazem na nejnovější předstihové ukazatele (zejména indexy nákupních manažerů) konstatovala, že hospodářská aktivita byla slabší, než se očekávalo. Zdůraznila zejména, že růst soukromé spotřeby zaostal za očekávaním a že se zvýšila rizika ohrožující růst zaměstnanosti. Tato prohlášení nás utvrzují v názoru, že ECB bude postupně pokračovat v cyklu snižování úrokových sazeb a na svých zasedáních v nadcházejícím roce bude dále snižovat úrokové sazby, přičemž depozitní sazba konečně úrovně 2 % pravděpodobně dosáhne v září 2025.

¹⁴⁾ Statistci očekávají, že se podnikatelská aktivita zvýší nad hranici 50 bodů.

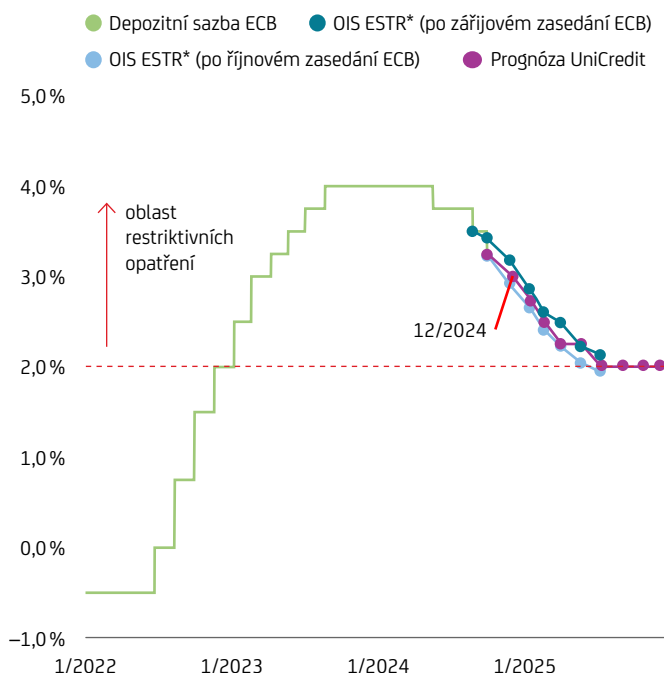
¹⁵⁾ Holubice obecně podporují uvolněnější měnovou politiku a nízké úrokové sazby s cílem stimulovat hospodářský růst.

5. RIZIKA OHROŽUJÍCÍ RŮST V EUROZÓNĚ SE ZVYŠUJÍ, ECB DĚLÁ DALŠÍ OČEKÁVANOU ZMĚNU ÚROKOVÝCH SAZEB

INDEXY NÁKUPNÍCH MANAŽERŮ V EUROZÓNĚ



ZÁKLADNÍ ÚROKOVÁ SAZBA V EUROZÓNĚ A OČEKÁVÁNÍ TRHU



* Jednodenní indexový swap (OIS) je úrokový swap, při kterém se pevná úroková sazba vyměňuje za proměnlivou úrokovou sazbu, přičemž proměnlivá úroková sazba se vztahuje k jednodennímu indexu (v tomto případě ke krátkodobé eurové sazbě ESTR).

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

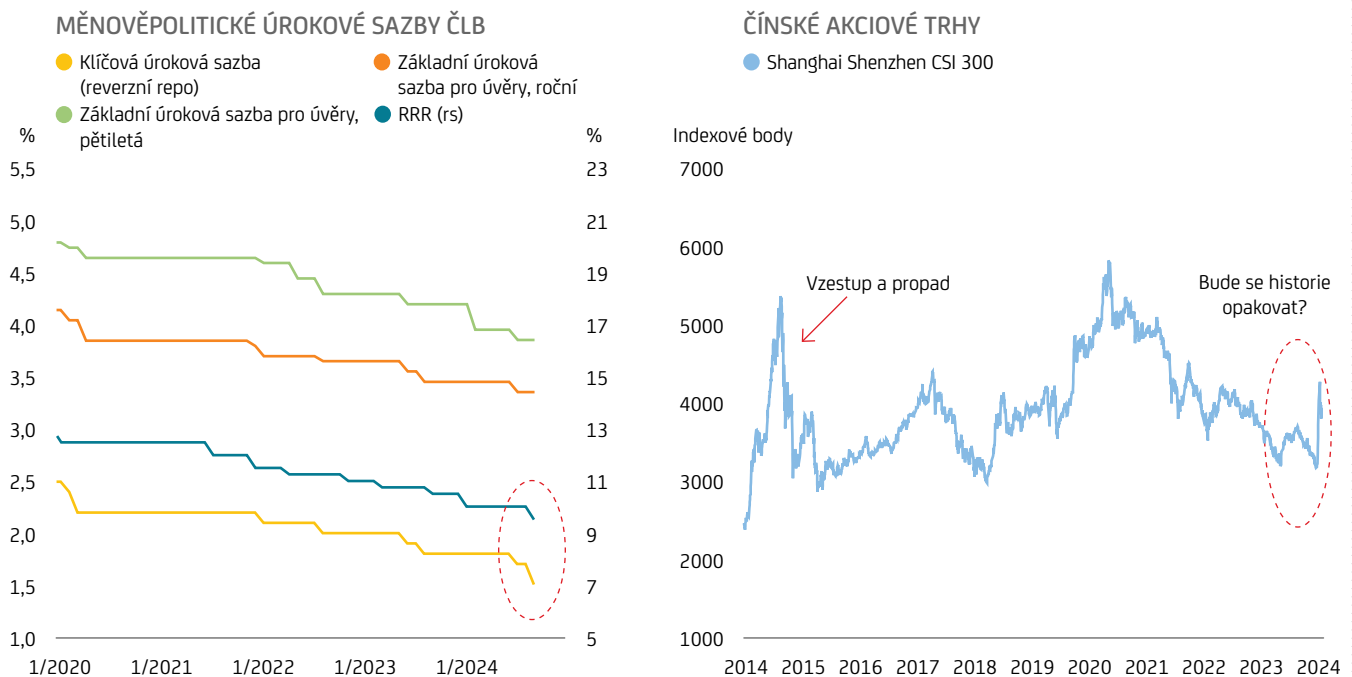
ČÍNA: HOSPODÁŘSKÉ OŽIVENÍ VE 3. ČTVRTLETÍ NADÁLE ZPOMALUJE

Podle nejnovějších údajů o růstu vzrostla čínská ekonomika ve třetím čtvrtletí oproti stejnému čtvrtletí předchozího roku o 6,4 %, což bylo víc, než se očekávalo, ale méně než kdykoli v posledních šesti čtvrtletích. Inflace zůstala v září rovněž stabilní, a to na úrovni 0,4 % (po 0,6 % v předchozím měsíci) u spotřebitelských cen a -2,8 % (po -1,8 % v předchozím měsíci) u cen výrobců (ve srovnání se stejným měsícem předchozího roku). Slabá inflace, zejména na straně spotřebitelů ukazuje na pokračující pomalý vývoj domácí ekonomiky, přestože soukromá spotřeba v poslední době opět poněkud nabrala na dynamice. Podpůrný vliv zde pravděpodobně měly vládní dotace na modernizaci zboží dlouhodobé spotřeby a zvýšené dotace na nákup automobilů. Hospodářský výhled však zůstává spíše utlumený, neboť předstihové ukazatele (např. indexy nákupních manažerů) nadále klesají, což znamená, že vládou stanovený cíl růstu ve výši 5 % v roce 2024 pravděpodobně nebude splněn. V nadcházejících týdnech proto bude důležité sledovat, jaká následující stimulační opatření k další podpoře růstu čínská vláda přijme.

V zájmu stabilizace hospodářského vývoje čínská vláda nedávno oznámila řadu měnových a fiskálních podpůrných opatření. Lze předpokládat, že další podrobnosti budou oznámeny po zasedání Stálého výboru Národního lidového kongresu. Termín zasedání však zatím nebyl stanoven. Pokud jde o měnovou politiku, Čínská lidová banka (ČLB) přijala v posledních týdnech řadu opatření. Kromě snížení stávající úrokové sazby hypoték (přibližně o 50 bazických bodů), aby podpořila trh s nemovitostmi, snížila **povinné minimální rezervy**¹⁶⁾ o 50 bb (a oznámila další snížení o 25 až 50 bb do konce roku) a klíčovou úrokovou sazbu o 20 bb (viz graf 6). Kromě toho byly oznámeny nové možnosti zpětného odkupu akcií v celkové výši 800 miliard čínských jüanů. Přesné podrobnosti o opatřeních fiskální podpory ještě nejsou známy. Vzhledem k vysoké úrovni vládního dluhu však vidíme jen malou šanci na významná opatření v krátkodobém až střednědobém horizontu, a tedy jen omezený impuls pro růst. Lze předpokládat, že bude nějakou dobu trvat, než se najdou vhodná opatření k překonání strukturálních problémů Číny (včetně vysoké nadbytečné kapacity v průmyslu a ve stavebnictví a slabé soukromé poptávky). Tato opatření navíc pravděpodobně nabudou plné účinnosti až s určitým zpožděním. Čínské akciové trhy mezitím na oznámení nových opatření reagovaly výrazným růstem cen (viz graf 6 a naše komentáře v následující části).

¹⁶⁾ Povinné minimální rezervy neboli RRR (Reserve Requirement Ratio) je sazba povinných minimálních rezerv pro banky, která určuje výši povinných zůstatků. Vzhledem k této povinnosti nemůže banka část svých disponibilních zůstatků u centrální banky použít k jiným účelům, např. jako úvěr na mezibankovním trhu. Snížení povinných minimálních rezerv se proto považuje za stimulaci růstu.

6. DALŠÍ STIMULAČNÍ OPATŘENÍ NA PODPORU EKONOMIKY V ČÍNĚ, Z KTERÝCH PROFITUJÍ AKCIOVÉ TRHY



Poznámka: 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: ČLB, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 18. 10. 2014 – 18. 10. 2024

FINANČNÍ TRHY: STIMULY VEDOU K RŮSTU ČÍNSKÝCH AKCIÍ, DO KONCE ROKU SE OČEKÁVÁ CELKOVĚ POZITIVNÍ TRŽNÍ PROSTŘEDÍ

Nedávný politicky motivovaný růst na akciovém trhu v Číně – na pozadí strukturálních hospodářských problémů země – se velmi podobá vývoji v letech 2014/2015 (viz graf 6 výše): Tehdy zažil čínský akciový trh obecně pozoruhodný rozmach a od listopadu 2014 se téměř zdvojnásobil, než se v červnu 2015 velkolepě zhroutil. Tehdy, stejně jako nyní, byly hlavními faktory akciového boomeru jasné politické signály ze strany centrální vlády, vysoká nabídka likvidity na trhu a pozitivní nálada investorů, ačkoli reálná čínská ekonomika byla v té době také ve slabém stavu (tj. vysoká úroveň zadlužení a nevyvážený model růstu s jednostranným zaměřením na investice a vývoz).

Přestože stále nejasný vývoj hospodářské politiky v Číně vyvolává otázky ohledně střednědobé ziskovosti investic v tomto regionu, neočekáváme okamžitý propad jako v roce 2015. Čína pro nás proto zůstává zajímavá z hlediska taktické alokace. Ze strategického hlediska však čínská vláda musí předložit ucelený politický program k řešení strukturálních problémů. Patří mezi ně nedostatečná soukromá poptávka a s ní spojená rizika deflace, jakož i nadbytečné kapacity v sektoru nemovitostí. Vzhledem k tomu, že se nám zatím nepodařilo identifikovat žádná dalekosáhlá politická opatření, která by tyto problémy vyřešila, neměníme své hodnocení, že další investice v Číně jsou ve střednědobém horizontu méně atraktivní.

Celkově se posledních několik týdnů na světových finančních trzích vyznačovalo převážně pozitivní náladou. Poté, co záhř, které je považováno za jeden z nejtěžších měsíců na akciových trzích, začalo spíše negativními náladami a nejslabším obchodním dnem od výprodeje na začátku srpna, se investoři stále víc zaměřovali na rozhodnutí měnové politiky Fedu a ECB. Nadále se předpokládá „měkké přistání“ americké ekonomiky (což podporují nečekaně silné ekonomické údaje) a nejnovější údaje o inflaci v eurozóně a USA podpořily vyhlídky na pokračování cyklu postupného snižování úrokových sazeb.

Ve sledovaném období (od 1. září do 18. října) tato smíšená situace výrazně podpořila akciové trhy, přičemž silných výsledků dosáhly zejména trhy v USA. Kromě zjevně silnějších základních údajů o americké ekonomice je také konsenzus (medián očekávání analytiků) ohledně očekávaných zisků amerických podniků v příštích dvanácti měsících lepší než v Evropě. V kontextu cyklu snižování úrokových sazeb, který zahájily Fed a ECB, očekávaného měkkého přistání americké ekonomiky a postupného hospodářského oživení v Evropě v nadcházejícím roce by mělo pozitivní prostředí na akciových trzích pokračovat i v posledních dvou měsících roku. Zejména s ohledem na možná překvapení v průběhu současné výsledkové sezony a zvýšenou nejistotu spojenou s prezidentskými volbami v USA a krizí na Blízkém východě (viz také Pohled zblízka) je však možné, že dojde k negativnímu zvratu.

Pohled na investice s pevným výnosem ukazuje, že volatilita na začátku září vedla k útěku ke kvalitě, zatímco vyhlídka na (další) snížení úrokových sazeb ze strany hlavních západních centrálních bank zpočátku způsobila další pokles výnosů na trzích dluhopisů. Zvýšení **neutrální dlouhodobé úrokové sazby**¹⁷⁾ ze strany Fedu v rámci jeho měnověpolitického rozhodnutí v polovině září iniciovalo obrat trendu a posunulo dlouhodobé výnosy opět o něco výš. Tato korekce výnosů směrem nahoru následně pokračovala. Poprvé od srpna se výnos desetiletých amerických státních dluhopisů vyšplhal zpět nad hranici 4 % a nad tuto hranici se dočasně dostal i výnos dvouletých dluhopisů (viz tabulka na straně 21). Bylo to způsobeno především překvapivě silnými údaji z amerického trhu práce a dočasným očekáváním trhu, že nedojde k „**žádnému přistání**“¹⁸⁾ americké ekonomiky. Investoři se nadále zaměřují na normalizaci výnosové křivky: křivka amerických státních dluhopisů začala být v posledních týdnech výrazně strmější, tj. zvýšil se rozdíl mezi výnosy krátkodobých a dlouhodobých dluhopisů. Vzhledem ke zhoršujícímu se ekonomickému prostředí v eurozóně se výnosy německých dluhopisů částečně oddělily od vývoje výnosů v USA. Výnosy desetiletých německých dluhopisů ve sledovaném období dokonce mírně poklesly a stejný klesající trend měly do značné míry i výnosy dvouletých německých dluhopisů (viz tabulka na straně 21).

V posledních týdnech měla eskalace konfliktu na Blízkém východě zásadní vliv na cenu ropy, ačkoli riziková prémie se v říjnu již z velké části přestala do ceny promítat (viz tabulka na straně 21, podrobnou analýzu vývoje cen ropy naleznete v části Pohled zblízka). Cena zlata se ke dni vypracování zprávy (18. října) vyšplhala na novou rekordní hodnotu přesahující 2700 USD za trojskou uncii. Kromě nejistoty spojené s konfliktem na Blízkém východě a nadcházejícími volbami v USA pravděpodobně přispěl i nedávný pokles ceny ropy, který zmírnil obavy z výraznějšího růstu inflace a podpořil naději, že centrální banky mají další prostor pro snižování úrokových sazeb. Ve výše popsaném prostředí (slabé ekonomické údaje z eurozóny, a naopak pozitivní údaje z USA) se oživení jednotné měny prozatím zastavilo: euro se vrátilo pod hranici 1,10 USD (viz tabulka na straně 21).

¹⁷⁾ Neutrální úroková míra je definována jako úroková míra, která je slučitelná s plně využitým výrobním potenciálem a konstantní mírou inflace.

¹⁸⁾ Scénář „žádné přistání“ popisuje situaci, kdy se ekonomika nejen vyhne recesi, ale i přes restriktivní měnovou politiku roste.

Alokace aktiv – správa našeho portfolia

Aktiva		Investiční prostředí	Investiční pohled		
			Podvážit	Neutrální	Nadvážit
Hlavní třídy aktiv		Globální akcie	○	●	○
		Globální dluhopisy	○	○	●
		Peněžní trhy	●	○	○
		Alternativy	○	●	○
Hlavní třídy aktiv podrobně	Akcie	USA	○	●	○
		Evropa	○	●	○
		Pacifik (DM ¹⁾)	○	○	●
		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 (stabilní měna)	○	○	●
		Dluhopisy rozvíjejících se trhů (lokální měna)	○	○	●
	Komodity	Ropa	○	●	○
		Zlato	○	●	○

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

Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

AKCIE

GLOBALNÍ AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Prostředí pro globální akcie zůstává příznivé: navzdory stále restriktivní měnové politice a známým zpomalení zůstává americká ekonomika velmi odolná. Kromě toho se z globálního hlediska rozšiřuje trend snižování sazeb centrálními bankami, přičemž Fed má dostatečný prostor pro další uvolňování sazeb. Očekávání ohledně zisků a tržeb byla až na několik výjimek naplněna. Evropská ekonomika je sice křehčí, přesto se nachází ve slušné kondici a může se opřít o výhledu na méně restriktivní měnovou politiku. Ve čtvrtém čtvrtletí se u akcií tradičně projevuje pozitivní sezonní charakter. Na druhou stranu tu máme relativně vysoká ocenění v některých regionech a přetrvávající geopolitické riziko. Z těchto důvodů zachováváme neutrální postoj k zastoupení globálních akcií v portfoliu.

EVROPSKÉ AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Makroekonomická data z poslední doby ukazují, že ekonomické prostředí v eurozóně zůstává slabé. Neočekáváme však další výrazný pokles ekonomické aktivity. Trh práce zůstává stabilní, inflace se snižuje a spotřebitelská důvěra znovu nabývá na síle. Výrobní index PMI však zůstává slabý a je vystaven riziku zhoršení globálního obchodu. Evropské akcie těží z relativně příznivého ocenění oproti americkým (USA) akciím a nabízejí tak odpovídající dobré příležitosti pro investory hledající hodnotu a kvalitu. Celkově máme za to, že výhled na čtvrté čtvrtletí zůstává příznivý, a potvrzujeme neutrální váhu této třídy aktiv.

AMERICKÉ (USA) AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Hospodářský růst v USA nepochybně zpomaluje, ale zůstává velmi silný. Proto se i nadále domníváme, že měkké přistání americké ekonomiky zůstává pravděpodobnější než tvrdé přistání. Akciové trhy by měly těžit ze zahájení cyklu uvolňování měnové politiky ze strany Fedu a z jeho pozitivního pohledu na ekonomickou situaci a inflaci. Ocenění však zůstává poměrně vysoké, a to jak z historického hlediska, tak ve srovnání se zbytkem světa. Celkově preferujeme neutrální přístup k této třídě aktiv.

AKCIE ROZVÍJÍCÍCH SE TRHŮ: NEUTRÁLNÍ

U akcií rozvíjejících se trhů (EM) zůstáváme strategicky opatrní, zejména kvůli našemu chmurnému výhledu u čínských akcií. Přestože čínský akciový trh na konci září díky stimulům čínské vlády a centrální banky vzrostl, přetrvávají geopolitické obavy a strukturální problémy v ekonomice související především s problémy v realitním sektoru a nízkou důvěrou spotřebitelů. Celkově se ocenění akcií v EM jeví jako relativně příznivé. Nadále preferujeme neutrální váhu a zdůrazňujeme potřebu selektivního přístupu k EM podle zemí a sektorů.

AKCIE V ASIJSKO-PACIFICKÉM REGIONU (ROZVINUTÉ TRHY): ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Konec éry záporných úrokových sazeb a politiky regulace výnosové křivky ze strany japonské centrální banky se pozitivně odráží na vývoji japonského jenu. Růst firemních zisků a reforma tokijské burzy jsou příznivou zprávou pro ceny akcií a podporují

rozsáhlé programy zpětného odkupu akcií. Ocenění se nezdá být příliš vysoké, je ale potřeba vzít v úvahu i potenciální nepříznivý dopad silnějšího jenu na zisky a smíšené signály ze strany japonské centrální banky, pokud jde o měnovou politiku. Celkově u asijsko-pacifických akcií nadále zachováváme jejich nadváhu v portfoliu.

PENĚŽNÍ TRHY: SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Peněžní prostředky obecně nabízejí zajímavé výnosy, ale upřednostňujeme investice do tříd aktiv s vyšším pevným výnosem, jako jsou podnikové dluhopisy denominované v eurech s dobrým úvěrovým ratingem, protože nadále očekáváme (další) pokles úrokových sazeb v USA a eurozóně. V tomto investičním segmentu zachováváme nižší váhu v portfoliu.

DLUHOPISY

GLOBALNÍ DLUHOPISY: ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Vzhledem k aktuálním výnosům a očekávanému uvolnění měnové politiky ze strany hlavních západních centrálních bank nabízejí globální dluhopisy při zohlednění rizika atraktivní výnosy, které dále podporuje pokračující dezinflace a zpomalující, i když stále přetrvávající hospodářský růst. Z historického hlediska je období snižování sazeb vhodným obdobím pro investice s pevným výnosem. Nadále tedy strategicky preferujeme kvalitní dluhopisy, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně denominované v eurech a státní dluhopisy v eurech. Dlouhodobé státní dluhopisy mohou hrát cennou roli v podobě „makrozajištění“ v případě výrazného zpomalení ekonomiky (i když to není náš základní scénář). U globálních dluhopisů proto nadále volíme jejich nadváhu v portfoliu.

STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU: NEUTRÁLNÍ

Státní dluhopisy zemí eurozóny (govies) by měly těžit z probíhajícího procesu dezinflace, který podporuje cyklus uvolňování ECB. Zdá se však, že další snižování je u výnosů na současné úrovni již poměrně dobře započítáno, a do dalších zisků pro tuto třídu aktiv by se mohlo promítnout pouze další zhoršení ekonomického výhledu a údajů z trhu práce. U této třídy aktiv tak zachováváme neutrální postoj k jejich zastoupení v portfoliu.

STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU: NEUTRÁLNÍ

Stále robustní americká ekonomika podporuje vládní dluhopisy zemí mimo EU, i když známky zpomalení jsou v poslední době stále patrnější. Rozhodnutí Fedu začít se snižováním úrokových sazeb mělo pozitivní vliv na tuto třídu aktiv. I když je však riziko vyšší než očekávané inflace a menší než očekávané snížení úrokových sazeb ze strany Fedu minimální, nelze ho zcela pomínout. V této třídě aktiv proto zachováváme neutrální postoj k zastoupení v portfoliu.

PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ V EURECH: ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Kreditní spready podnikových dluhopisů denominovaných v eurech, které jsou i nadále podporovány odolností hospodářského cyklu a tím, že investoři pokračují v hledání výnosů, se pohybují na historicky nízkých úrovních. Celkově se očekává, že fundamenty podniků investičního stupně zůstanou solidní díky zdravým rozvahám, vyšším než očekávaným ziskům, značným peněžním zůstatkům a nízké úrovni zadlužení ve srovnání s dlouhodobými průměry. U této třídy aktiv nadále volíme zvyšování váhy v portfoliu.

PODNIKOVÉ DLUHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSEM: SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Zdá se, že úvěrové rozpětí podnikových dluhopisů s vysokým výnosem, zejména dluhopisů podniků s nízkým úvěrovým ratingem, stále plně neodráží možné znatelné zpomalení ekonomiky (což je náš základní scénář). Nízká likvidita dluhopisů s vysokými výnosy navíc v současné fázi hospodářského cyklu dále snižuje jejich atraktivitu. U dluhopisů s vysokým výnosem tudíž nadále volíme snižování váhy v portfoliu.

DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (STABILNÍ MĚNA): ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Dluhopisy rozvíjejících se zemí v tvrdých měnách obecně nabízejí zajímavý úrokový diferencál (výhodu výnosu oproti státním dluhopisům v eurech). Pokračující uvolňování měnové politiky ze strany Fedu a slabší americký dolar by dále měly prospívat ekonomikám rozvíjejících se trhů. V souladu s tím zachováváme pozitivní hodnocení této třídy aktiv a zdůrazňujeme, že vzhledem k potenciálnímu oslabení amerického dolaru představuje realizace měnových zajišťovacích strategií pro evropského investora příležitost k omezení potenciálních ztrát.

DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (LOKÁLNÍ MĚNA): ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Dluhopisy rozvíjejících se trhů v místní měně také nabízejí zajímavý úrokový diferencál. Tato třída aktiv by měla těžit z rozsáhlého prostoru pro snížení úrokových sazeb. Kromě toho se měny rozvíjejících se trhů zdají být podhodnocené a je pravděpodobné, že tyto měny opět posílí, pokud Fed bude pokračovat ve snižování úrokových sazeb. U dluhopisů rozvíjejících se trhů v místní měně nadále volíme zvyšování váhy v portfoliu.

ALTERNATIVY: NEUTRÁLNÍ

Alternativní investice nadále nabízejí potenciál k diverzifikaci portfolia. Reálná aktiva těží ze své role nástroje pro zajištění proti inflaci. U alternativních investic zachováváme neutrální postoj k zastoupení v portfoliu.

KOMODITY: NEUTRÁLNÍ

Ceny ropy na jedné straně nadále podporují nízké zásoby ropy, snížení produkce ze strany OPEC+ (hlavní země těžící ropu a Rusko, celkem 23 států) a geopolitické napětí. Na druhou stranu se poptávka postupně normalizuje a současně se zhoršuje globální výhled; nižší sazby na druhou stranu mohou poptávce po energiích dodat vítr do plachet. V této třídě aktiv nadále volíme neutrální postoj k zastoupení v portfoliu.

ZLATO: NEUTRÁLNÍ

Cena zlata v říjnu vystoupala na nový rekord, protože zlato nadále těží z nákupů centrálních bank (zejména čínské a indické centrální banky) a rostoucí poptávky investorů. Další snížení úrokových sazeb může mít na zlato pozitivní vliv, zatímco slabší americký dolar a zmírnění geopolitické nejistoty jsou faktory, které by naopak mohly poptávku po zlatě utlumit. Zachováváme neutrální postoj k zastoupení zlata v portfoliu.

MĚNY

EUR – USD

Nejnovější makroekonomická data, zejména ochlazení inflace v USA, podporují uvolňování měnové politiky ze strany Fedu – to má za následek snížení rozdílu mezi úrokovými sazbami v USA a úrokovými sazbami ECB. V současném prostředí (slabé ekonomické údaje z eurozóny oproti pozitivním údajům z USA) se nedávné oživení společné měny zastavilo, ale ve střednědobém horizontu vidíme potenciál pro částečnou devalvací amerického dolaru vůči euru.

Jak investovat

Investiční nápady v současném scénáři



KAPITÁLOVÉ INVESTICE

NÁŠ NÁPAD: GLOBÁLNÍ DOPAD ČÍNSKÝCH STIMULAČNÍCH OPATŘENÍ

Až do poloviny září byli mezinárodní investoři vůči Číně opatrní kvůli přetrvávajícím hospodářským problémům a zpomalení růstu ve srovnání s předchozím desetiletím. Nedávné oznámení Čínské lidové banky o stimulačním balíčku na podporu ekonomiky však znovu oživilo zájem o tuto zemi. Opatření jsou zaměřena na dosažení 5% růstu HDP v letošním roce a zahrnují snížení povinných minimálních rezerv bank, snížení úrokových sazeb a zvláštní pozornost věnovanou sektoru nemovitostí, což zahrnuje snížení sazeb u úvěrů na bydlení a podporu místních samospráv při nákupu neprodaných domů. Kromě toho bylo investičním fondům a pojišťovnám poskytnuto přibližně 70 miliard dolarů na nákup čínských akcií a 42 miliard dolarů bylo vyčleněno na úvěrové linky pro kótované společnosti, které chtějí odkoupit své vlastní akcie. Tyto zásahy představují ještě větší závazek, než jaký byl přijat během pandemie covidu-19, a okamžitě vyvolaly oživení čínského akciového trhu, který se tak stal nejvýkonnějším od začátku roku – i když jen na několik dní.

Po počáteční euforii a uzavření některých krátkých pozic se však investoři nyní zamýšlejí nad tím, zda tyto stimuly mohou stačit k řešení hlubokých problémů země, jako je deflace a potíže na trhu s nemovitostmi. V současné době se trh domnívá, že oznámený balíček nepředstavuje závazek udělat „vše, co bude zapotřebí“ a že další opatření, která se očekávají koncem října a v prosinci, budou mít zásadní význam pro stimulaci spotřeby a další podporu oživení sektoru nemovitostí. Tato skutečnost a zklamání z nedostatečně podrobných informací o fiskálních stimulech ospravedlňují následný pokles.

Zatímco se čeká na další kroky, lze počáteční dopady stimulačních opatření sledovat prostřednictvím klíčových ukazatelů spotřebitelské důvěry, jako jsou poptávka v sektoru bydlení (zejména v prvním říjnovém týdnu, který je pro kupce rezidenčních nemovitostí historicky nejaktivnější), údaje o maloobchodních výdajích a výdaje na cestování a v restauracích. Vzhledem k tomu, že míra úspor v zemi se blíží 30 %, je zde potenciálně velký prostor pro zvýšení spotřeby.

Pokud jde o akcie, hospodářský růst se v Číně historicky vždy nepromítal do úměrného růstu zisků kótovaných společností. Po vzestupu v polovině září je možné, že snahy vlády budou trh ještě nějakou dobu pohánět. Pro trvalý vzestupný trend však bude nutné, aby zisky opět začaly růst, a v tomto ohledu v současné době neexistují žádné známky podpory, na rozdíl od toho, co bylo pozorováno v Japonsku v souvislosti s reformami správy a řízení podniků a zaměřením na návratnost vlastního kapitálu.

Čínská opatření se projevila i v Evropě, která je z hlediska příjmů nejvíce vystavena čínskému trhu. Přestože opatření nestačila k tomu, aby měla dopad na HDP celé Evropské unie, protože pro zvýšení HDP v oblasti EU o 15 bazických bodů by bylo zapotřebí 10% nárůstu vývozu do Číny, byla dostatečná pro oživení v nejexponovanějších odvětvích, jako jsou kovy a těžba (36 % příjmů), polovodiče (27 %), luxusní zboží (20 %), chemický průmysl (19 %) a automobilový průmysl (17 %). V polovině září se sektor těžby a zpracování kovů obchodoval s poměrem ceny a účetní hodnoty o více než jednu směrodatnou odchylku nižším než jeho historický průměr ve srovnání s trhem (STOXX Europe 600), což je horší než v období covidu-19 a v době globální finanční krize. Vzhledem k tomu, že Čína je největším spotřebitelem průmyslových komodit, oznámení opatření okamžitě vedlo k normalizaci ocenění a domníváme se, že jakékoli další stimuly podpoří další změnu cen v tomto sektoru.

Také cyklus se zdá být příznivý, neboť se očekává, že sezonní doplňování zásob podpoří základní ceny komodit přinejmenším do konce roku.

Na druhou stranu kvůli cyklickým a strukturálním problémům nezávislým na tématu „Čína“ zůstáváme opatrnější u ostatních sektorů. Bezprostředně po oznámení došlo k nejsilnějšímu oživení v odvětví luxusního zboží, avšak to, že nevidíme růst hrubých příjmů, a slabé výsledky ve třetím čtvrtletí vedou k tomu, že zůstáváme skeptičtí ohledně vývoje tohoto sektoru ve střednědobém horizontu. Uznáváme, že v krátkodobém horizontu by mohl sektor pozitivně překvapit, pokud se ukáže, že stimulační opatření jsou schopna zvýšit důvěru spotřebitelů a povzbudit výdaje, což povede k lepším než očekávaným výsledkům za poslední tři měsíce roku.

Kromě toho intervence v Číně a nedávné snížení úrokových sazeb v USA vytvářejí příznivé prostředí pro rozvíjející se trhy, i když pro přeorientování se na tuto oblast je zapotřebí získat víc informací o nadcházejících opatřeních.

Závěrem lze říct, že vzhledem k nedostatečné transparentnosti správy a řízení podniků, obtížné politické situaci a silné závislosti akciového indexu na makroekonomických podmínkách považujeme za vhodné zůstat opatrní a zároveň zachovat neutrální strategickou expozici vůči čínskému domácímu trhu. To platí zejména s ohledem na to, že váha Číny v indexu MSCI World All Countries je nyní nižší než 3 %, a proto lze její vliv na globální portfolia považovat za marginální. Z taktického hlediska však může být volba těchto cenných papírů konstruktivnější, zejména pokud věříte v nadcházející další injekce likvidity. Ve skutečnosti bude taktický vzestupný trend pravděpodobně pokračovat, přičemž analytici odhadují nárůst v rozmezí 10 až 20 %, a to zejména díky přehodnocení ocenění, které snižuje rozdíl oproti rozvíjejícím se trhům, a rostoucí poptávce mezinárodních investorů po diverzifikaci a srovnávání. Nakonec se domníváme, že zvyšování nebo snižování expozice vůči této zemi je nejhodnější dělat prostřednictvím podniků v rozvinutých zemích s expozicí vůči Číně, které mohou těžit z oživení čínské ekonomiky, nebo diverzifikovat na jiné trhy, pokud úroveň aktivity zůstane snižena.

INVESTICE DO DLUHOPISŮ

NÁŠ NÁPAD: JE NYNÍ ČAS NA DLUHOPISY ROZVÍJÍCÍCH SE ZEMÍ?

Investiční výbor se na svém zasedání v polovině září rozhodl zvýšit podíl dluhopisů rozvíjejících se trhů v portfoliu. Důvodů pro tento krok je řada, včetně nedávného rozhodnutí amerického Federálního rezervního systému (Fed) na zářijovém zasedání snížit úrokové sazby o 50 bazických bodů, což je víc, než se očekávalo.

Dluh rozvíjejících se trhů je obzvláště atraktivní, protože jde o třídu aktiv, která by mohla nejvíc profitovat z uvolnění měnové politiky USA, zejména v případě scénáře měkkého přistání americké ekonomiky.

Ačkoli se zdá, že ocenění nemá další výrazný prostor pro zpřísnění, pokud jde o rozdíl mezi sazbami v USA a na rozvíjejících se trzích, výrazně vyšší absolutní výnosy dluhopisů rozvíjejících se trhů nabízejí pro evropského investora velmi atraktivní výnos. V několika týdnech po snížení úrokových sazeb ze strany Fedu došlo v této třídě aktiv k oživení.

Snížení sazeb v USA také umožní zemím, které řadíme k rozvíjejícím se trhům, uvolnit měnovou politiku, což dále posílí ekonomiky, kde je inflace a finanční stabilita pod kontrolou. Podmínky se zdají být příznivé i pro dluhopisy rozvíjejících se trhů v místních měnách, protože lze očekávat, že měny rozvíjejících se trhů mohou vůči americkému dolaru posílit. Kromě toho by se podnikovým dluhopisům rozvíjejících se trhů mělo i nadále dařit díky solidním základním ukazatelům mnoha podniků, což odůvodňuje další utážení jejich úvěrových rozpětí v nadcházejících měsících. Další výhodou by se mohl stát jakýkoli nárůst cen komodit, pokud není doprovázen skokovou volatilitou způsobenou například napětím na Blízkém východě.

Samozřejmě existují i rizika. V krátkodobém horizontu by tento sektor mohl trpět určitou nejistotou spojenou s volbami v USA a důsledky pro obchodní politiku USA v závislosti na vítězství jednoho či druhého kandidáta. Vyrovnaný souboj obou kandidátů v průzkumech (a mnoho možných kombinací rozložení sil mezi republikány a demokraty v Kongresu a Bílém domě) může vést mnoho investorů k opatrnosti. Je však velmi pravděpodobné, že po počáteční fázi volatility budou dluhopisy rozvíjejících se trhů těžit ze základních makroekonomických a měnověpolitických faktorů, zejména v případě, že by americká ekonomika dosáhla „měkké přistání“ a Fed by pokračoval ve vstřícné politice.

Uvolnění globálních podmínek financování již umožnilo mnoha emitentům v rozvojových zemích opět získat přístup na trh a v posledních několika měsících výrazně snížit počet případů selhání.

Navíc se zdá, že v mnoha zemích se neustále zlepšují základní ukazatele. Například ratingové agentury zvýšily v posledních měsících rating Paraguaye a Ázerbájdžánu na „investiční stupeň“.

Pokroku bylo dosaženo také v restrukturalizaci obtížných situací: Ukrajina dokončila restrukturalizaci svého dluhu a Ghana v září zahájila swap dluhu, a dokonce i takovým výjimečným emitentům, jako je Kamerun, se podařilo úspěšně vydat eurobondy na trhu.

Významného pokroku bylo dosaženo v restrukturalizaci podnikových cenných papírů, zejména v Latinské Americe a v některých případech také u čínských realitních společností.

Závěrem lze říct, že rozvíjející se ekonomiky rostou rychleji než rozvinuté země, vývoj inflace je příznivý a USA pozvolna přecházejí do prostředí bez hrozcí recese. To jsou faktory, které podle našeho názoru dostatečně vyváží krátkodobé obavy z nadcházejících voleb v USA.

Tabulka

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	18. 10. 23	18. 10. 19	18. 10. 20	18. 10. 21	18. 10. 22	18. 10. 23	18. 10. 19	1. 1. 24
Do	18. 10. 24	18. 10. 20	18. 10. 21	18. 10. 22	18. 10. 23	18. 10. 24	18. 10. 24	18. 10. 24
Aktiové indexy (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	35,5	13,3	30,0	-19,4	18,6	35,5	89,3	20,3
MSCI Emerging Markets (v USD)	27,8	12,1	16,8	-29,2	10,6	27,8	29,9	15,7
MSCI US (v USD)	39,3	20,7	31,1	-17,7	18,0	39,3	112,8	24,1
MSCI Europe (v EUR)	22,8	-5,5	30,7	-10,3	15,2	22,8	55,5	12,8
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	27,9	12,0	16,1	-27,9	15,6	27,9	36,8	15,6
STOXX Europe 600 (v EUR)	23,3	-4,0	30,5	-11,7	15,0	23,3	55,6	12,9
DAX 40 (Německo v EUR)	30,7	2,0	19,9	-17,5	18,3	30,7	55,6	17,4
MSCI Italy (v EUR)	35,4	-15,5	38,5	-13,5	37,3	35,4	86,6	23,0
ATX (Rakousko, v EUR)	24,0	-26,4	77,1	-22,6	16,4	24,0	44,3	11,0
SMI (Švýcarsko, v CHF)	21,8	5,4	20,8	-9,1	4,1	21,8	44,3	14,3
S&P 500 (USA, v USD)	39,1	18,4	30,7	-15,8	17,9	39,1	112,8	24,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	26,3	6,3	26,0	-4,4	20,5	26,3	90,9	18,4
CSI 300 (Čína, v jüanech)	14,5	24,6	3,6	-19,6	-3,5	14,5	13,7	17,7
Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	11,7	12,7	-5,0	-17,4	-3,6	11,7	-5,3	1,5
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	10,3	8,3	-3,3	-14,0	-1,5	10,3	-2,6	2,4
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	15,9	8,6	1,5	-19,0	3,4	15,9	6,1	4,8
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	9,0	2,4	-4,1	-18,9	-2,3	9,0	-15,0	1,0
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	10,3	2,9	-2,9	-17,9	-1,9	10,3	-11,0	2,2
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	10,7	1,6	0,2	-15,9	3,8	10,7	-1,7	4,2
Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-90	-101	84	241	90	-90	233	21
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-106	-119	57	319	80	-106	234	-4
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-149	-98	20	373	44	-149	198	-20
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-71	-22	47	243	61	-71	257	18
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-93	-28	38	265	72	-93	251	5
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-144	-13	13	387	14	-144	259	-25
Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-48	14	-44	80	-40	-48	-35	-21
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-149	94	-183	184	-63	-149	-114	-46
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-46	1	-13	111	-49	-46	6	-26
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-154	97	-137	289	-138	-154	-35	-68
Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)								
Libor (USD, 3 měsíce)	-82	-175	-9	411	143	-82	290	-74
Euribor (EUR, 3 měsíce)	-80	-10	-4	200	254	-80	361	-71
Směnné kurzy eura (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	2,7	5,7	-1,2	-15,2	7,4	2,7	-2,7	-1,8
Britská libra (EUR-GBP)	-4,5	4,7	-7,1	2,9	-0,4	-4,5	-3,8	-4,3
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-0,7	-2,5	-0,1	-8,6	-3,1	-0,7	-14,5	1,5
Japonský jen (EUR-JPY)	2,9	2,3	7,2	10,7	7,8	2,9	34,5	4,1
Komodity (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	37,0	23,9	-8,3	-6,9	18,2	37,0	72,8	30,9
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	16,8	7,3	54,8	-24,9	-0,2	16,8	44,5	10,4
Zlato (v USD za ryzí unci)	39,1	27,6	-7,1	-6,6	17,5	39,1	82,5	31,6
Ropa (Brent, v USD za barel)	-21,5	-27,2	96,4	6,8	1,6	-21,5	21,9	-6,5

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 18. 10. 2024.

Právní upozornění

Marketingová komunikace

Tato publikace představuje marketingovou komunikaci společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank GmbH (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“) a je určena široké veřejnosti, a 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.

UniCredit Group, včetně všech společností této skupiny, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím uvedeným v tomto dokumentu. Příslušné informace o zájmech a pozicích skupiny UniCredit jsou dostupné na této webové stránce: <https://www.investmentinsights.unicredit.eu/conflictsofinterest->. 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 poznamenat také 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 a 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 UniCredit Group, 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 UniCredit Group, s výjimkou použití pro osobní účely.

Informace a údaje obsažené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 18. 10. 2024.



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



Adresa

Želetavská 1525/1
140 92 Praha 4 – Michle



Online

unicreditgroup.eu/clientsolutions