



Nalezení rovnováhy



Investiční strategie skupiny

Měsíční výhled

Listopad 2023

Obsah

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



Souhrnný přehled

Nalezení rovnováhy



MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Očekává se, že globální hospodářský růst v letošním roce zpomalí na 2,9 %. Ani v roce 2024 neočekáváme příliš výrazné oživení, odhadovaný růst HDP činí 2,5 %. Zpomalení je do značné míry způsobeno opožděným účinkem přísnější měnové politiky, zatímco rezervy z přebytků úspor domácností vytvořené v důsledku pandemie se nadále snižují a podpora ze strany fiskální politiky slábne.

Ve Spojených státech nyní očekáváme v letošním roce poněkud silnější růst kolem 2 %, ale na přelomu roku 2023/2024 předpokládáme výrazné oslabení hospodářského růstu a za celý rok 2024 pak v meziročním srovnání převážně stagnaci. Zdá se, že ekonomické ukazatele jsou zatím poměrně stabilní. Soukromá spotřeba byla ve třetím čtvrtletí nečekaně silná. Je však nepravděpodobné, že by tato síla trvala dlouho, neboť zejména trh práce nadále oslabuje, výrazně zpřísňují podmínky pro poskytování úvěrů a očekává se další pokles úspor.

V eurozóně bude růst ve druhé polovině letošního roku pravděpodobně přinejlepším stagnovat, přestože jsme dříve předpokládali mírný růst. Zatímco v letošním roce vidíme růst HDP beze změny na úrovni 0,5 %, za rok 2024 očekáváme pouze 0,6 %. Ekonomické ukazatele v poslední době dále ochlazují, zejména průmysl se stále nachází ve fázi, kdy je výrazně oslabený, a také sektor služeb ztlačil dynamiku.



INFLACE A MĚNOVÁ POLITIKA

Na svém zářijovém zasedání ponechal Fed (Federální rezervní systém) hlavní úrokovou sazbu beze změny na horní hranici 5,50 %, ačkoli tzv. „bodový graf“ (výhled úrokových sazeb podle Rady pro měnovou politiku) nadále ukazuje na další zvýšení v tomto roce. Pro následující dva roky nyní centrální banka očekává menší snižování sazeb než dříve, a to pouze na 5,1 % v roce 2024 a 3,9 % v roce 2025. Pokud jde o inflaci, očekáváme, že celková inflace do konce příštího roku klesne zpět na úroveň kolem 2 %, přičemž jádrová inflace bude stále mírně nad cílovou úrovní. Vzhledem k tomuto makroekonomickému prostředí předpokládáme, že Fed dosáhl svého úrokového maxima, a očekáváme snížení úrokových sazeb o kumulativních 150 bazických bodů od března 2024 do konce roku.

ECB v září zvýšila hlavní úrokové sazby o 25 bazických bodů a naznačila, že cyklus zpřísňování nyní pravděpodobně skončil. Pokud jde o inflaci, očekáváme, že v letošním roce dosáhne 3,5 % a v roce 2024 pak 2,6 %. V souladu s tím předpokládáme, že centrální banka začne v příštím roce snižovat úrokové sazby. Celkově očekáváme, že v průběhu příštího roku (pravděpodobně od poloviny roku) dojde ke snížení hlavních úrokových sazeb o kumulativních 75 bazických bodů.



FINANČNÍ TRHY

V současném prostředí se vyplácí investiční strategie s vyváženou alokací akcií a dluhopisů. V případě dluhopisů se jako stále atraktivnější jeví dluhopisy s delší dobou splatnosti. Díky delší splatnosti si investoři zajišťují aktuálně nabízené vyšší výnosy a s nedávným růstem výnosů u dlouhodobých dluhopisů se ve srovnání s cennými papíry s velmi krátkou splatností snížila nevýhodnost úrokových sazeb.



Dopis investičních ředitelů

Nalezení rovnováhy

Hrůzný teroristický útok Hamásu na Izrael na začátku října nám opět ukázal křehkost Blízkého východu. Depresivní obrázky a druhá válka v bezprostřední blízkosti Evropy ovlivňují náladu a zvyšují nejistotu na světových finančních trzích. Reakce trhu na konflikt, který se opět rozhořel naplno, však nebyla trvalá. Například na rozdíl od předchozích krizí nedošlo v týdnu po teroristickém útoku k masivnímu nárůstu cen ropy ani státních dluhopisů. Výrazně se zvýšila pouze cena plynu, což však nebylo způsobeno pouze tím, že Izrael pozastavil těžbu na nalezišti u svého jižního pobřeží, ale také poškozeným plynovodem mezi Finskem a Estonskem. Přesto válka visí nad hlavami investorů jako Damoklův meč. Rostoucí napětí na severu Izraele, na libanonsko-izraelské hranici, zvyšuje obavy z možné eskalace, a dokud se neobjeví náznaky zmírnění napětí, situace pravděpodobně zůstane nestabilní i na trzích.

Nejdůležitějším faktorem, jenž dění na Blízkém východě promítá do ekonomiky a vývoje na trhu, je cena ropy. Ta byla v posledních týdnech, ještě před teroristickým útokem, poměrně nestabilní. Jak lze tento faktor klasifikovat a jaká rizika by to mohlo pro ekonomiku a trhy znamenat? Je také důležité vzít v úvahu, jak zůstává konflikt omezený v regionálním smyslu (viz také oddíl Pohled zblízka). Zatímco v případě lokálního konfliktu by dopady na ekonomiku a trhy měly zůstat zvládnutelné, eskalace konfliktu v regionu, který produkuje přibližně třetinu světové ropy, tedy aktivní zásah dalších zemí, jako je Írán, by měla dalekosáhlé důsledky – nejen pro trh s ropou, ale pravděpodobně i pro finanční trhy jako celek.

Vzhledem k povaze konfliktu je obtížné předvídat budoucí vývoj událostí. Eskalace s masivními ekonomickými dopady je však podle našeho názoru rizikem, nikoli základním scénářem vývoje. Cena ropy, jejímž prostřednictvím se konflikt a jeho dopady projevují na trhu, vytváří pro kapitálové trhy složitý (nelineární) rizikový profil: Mírný a pomalý růst ceny ropy (k čemuž například směřuje snižování produkce vývozců ropy z OPEC+) znamená na jedné straně zvyšování inflačních tlaků, ale nutně nemusí vést k dalšímu zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami. Masivní a náhlé zvýšení cen ropy má naopak krátkodobě inflační účinek, ale ve střednědobém horizontu by vedlo k výraznému propadu růstu, což by mohlo mít v důsledku silný deflační nebo dokonce deflační účinek. V takovém případě nelze vyloučit, že centrální banky budou nuceny v zájmu stabilizace ekonomiky ještě úrokové sazby snížit.

V současné nejasné situaci se zdá být důležité, aby investoři velmi pozorně sledovali tři (částečně vzájemně závislé) rámcové podmínky a posoudili jejich důsledky pro globální finanční trhy. První složka popisuje cyklickou pozici (resp. pozici v hospodářském cyklu) v růstovém cyklu. Ten je v současnosti v podstatě charakterizován zpomalením ekonomiky, které si centrální banky přejí a které je nakonec nevyhnutelné, aby bylo možné dostat inflační tlaky pod kontrolu. Navzdory masivnímu zvyšování úrokových sazeb v posledních čtvrtletích se však ekonomika v Evropě i USA ukazuje být překvapivě silná. Druhá složka je strukturální povahy a zahrnuje možné zátěže, ale i příležitosti spojené s hospodářstvím. Evropa se potýká s mnoha problémy, které mají mnoho rozměrů. Například transformace našich dodávek energie vyžaduje značné investice, které mohou přinést naopak růst a oživit trhy. Třetí složkou je již zmíněný konflikt, který se opět rozhořel. Z ekonomického hlediska jde o (možný) exogenní šok, který může mít cyklické i strukturální účinky, ale může mít i dočasný dopad.

Pro investory je však důležité, co bude po bouřlivém a volatilním začátku posledního čtvrtletí letošního roku následovat. Ačkoli konflikt na Blízkém východě způsobil krátkodobý nárůst rizikových prémie (přičemž v případě další eskalace bude jejich zvyšování pravděpodobně pokračovat), cyklické a strukturální složky hovoří ve střednědobém až dlouhodobém horizontu pro vhodný mix akcií a dluhopisů ve smíšeném portfoliu, v němž by neměly být opomíjeny investice s vysokým výnosem, jako jsou akcie a podnikové dluhopisy. Ve střednědobém horizontu bude s použitím příliš defenzivních investičních strategií pravděpodobně obtížné dosáhnout reálného (tj. o inflaci očistěného) zachování hodnoty, protože výnosy dluhopisů budou pravděpodobně klesat souběžně s klesající mírou inflace.

Navzdory četným faktorům vyvolávajícím nejistotu se domníváme, že je možné, aby nedávno započatý konstruktivní vývoj pokračoval. Přestože s tímto vývojem je spojeno očekávané hospodářské zpomalení, dlouhá a vážná recese se nepředpokládá. Tempo růstu by v eurozóně i v USA mělo v průběhu roku 2024 opět zrychlit. Na trzích se však již projevuje scénář (omezeného) zpomalení ekonomiky. Válka v Izraeli a Palestině představuje pro světovou ekonomiku zároveň další riziko, před kterým bychom neměli zavírat oči. Navíc statisticky vzato není vzestupný trend, tzv. rally, na konci roku v roce před prezidentskými volbami v USA nijak neobvyklý. Aby k němu však došlo, muselo by se na něm podílet několik faktorů. Zejména výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů by se musely stabilizovat, nebo ještě lépe trvale klesat. S ohledem na další vývoj na trzích proto hodně záleží na budoucím vývoji měnové politiky, tj. na tom, zda úrokové sazby (a výnosy dluhopisů) dosáhly svého vrcholu, respektive, kdy může Federální rezervní systém (Fed) začít úrokové sazby snižovat. Očekáváme, že vrcholu úrokových sazeb již bylo dosaženo, a předpokládáme, že v příštím roce (pravděpodobně od března) dojde ke snížení úrokových sazeb o kumulativních 150 bazických bodů. Evropské centrální bance (ECB) by v dalším zvyšování úrokových sazeb měly zabránit také obavy z dalšího zpomalení hospodářského růstu v eurozóně.

V současném prostředí se vyplácí investiční strategie s vyváženou alokací akcií a dluhopisů. V případě dluhopisů se jako stále atraktivnější jeví dluhopisy s delší dobou splatnosti. Díky delší splatnosti si investoři zajišťují aktuálně nabízené vyšší výnosy a s nedávným růstem výnosů u dlouhodobých dluhopisů se ve srovnání s cennými papíry s velmi krátkou splatností snížila nevýhodnost úrokových sazeb. Kromě toho by měl vyvážený mix měn, který zohledňuje americký dolar, jenž obvykle zastává roli bezpečného útočiště, a neopomíjí zlato, adekvátně odrážet současné tržní prostředí.

MANUELA D'ONOFRIO, ředitelka oddělení investiční strategie skupiny

PHILIP GISDAKIS, investiční ředitel Německo, UniCredit Bank AG (HypoVereinsbank)

ALESSANDRO CAVIGLIA, investiční ředitel Itálie, UniCredit SpA

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



Pohled zblízka

Povede válka na Blízkém východě k novému nárůstu cen energií?

Překvapivé útoky Hamásu na Izrael oživují staré obavy z vysokých nákladů na energii. Přestože Izrael ani palestinská území neprodukují relevantní množství ropy, dopad konfliktu na region vyvolává obavy, že by válka mohla dále ovlivnit produkci ropy předních producentů na Blízkém východě (a tím i světové energetické trhy) a vést k dlouhému období vysokých cen ropy. Míra, do jaké budou ceny energií, a tedy i světové finanční trhy, ovlivněny situací v Izraeli, bude pravděpodobně záviset především na tom, zda lze očekávat konflikt, jenž přesáhne hranice tohoto regionu. Pokusíme se klasifikovat možné scénáře vývoje a zvážit související dopady na inflační tlaky ve světě.

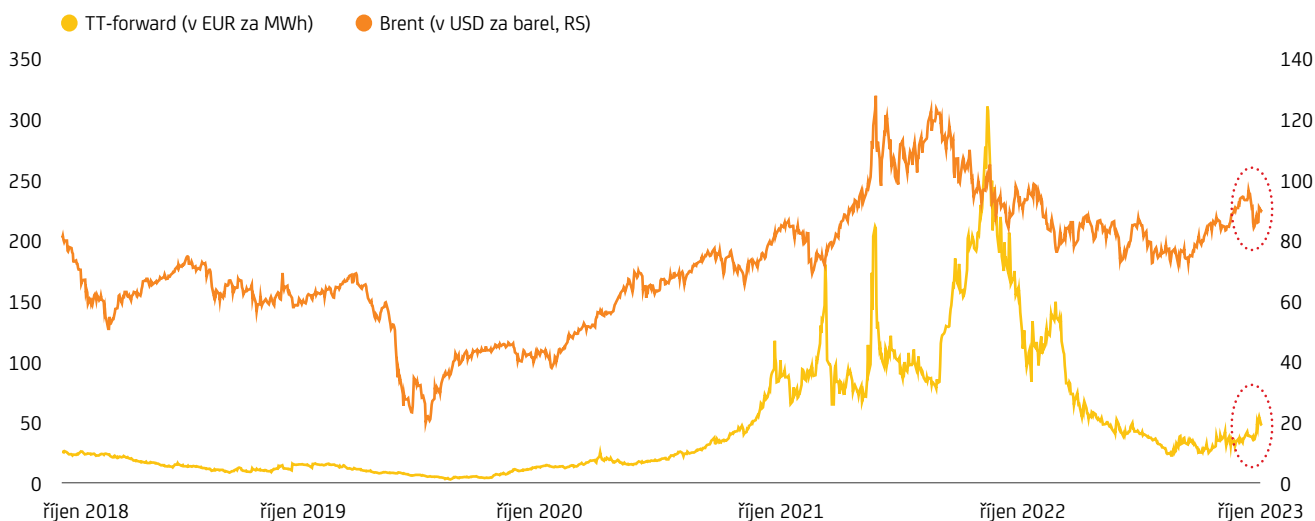
ZÁKLADNÍ SCÉNÁŘ: OMEZENÝ DOPAD NA CENY ROPY V PŘÍPADĚ LOKÁLNÍHO KONFLIKTU

Násilí odehrávající se v Izraeli a na palestinských územích trvale zatíží vztahy Izraele s arabským světem, ale předpokládáme, že samotný konflikt zůstane lokálně omezen na Gazu a její okolí. Nelze vyloučit, že Hizballáh, který má úzké vazby na Hamás, otevře další vojenskou frontu v severním Izraeli na hranici s Libanonem, což by Izraeli zkomplikovalo situaci. Válka také pravděpodobně zkomplikuje snahy americké administrativy prezidenta Bidena o normalizaci vztahů mezi Saúdskou Arábií a Izraelem – pokračování saúdsko-izraelského sbližování tváří v tvář tvrdé izraelské vojenské protiofenzivě se zdá být těžko představitelné. Přestože Saúdská Arábie nemá zájem se do konfliktu sama zapojit, pravděpodobně nemůže uzavřít dohodu s Izraelem, dokud bude konflikt s Palestinci pokračovat.

Země **OPEC+**¹ v čele se Saúdskou Arábií a Ruskem vyhnaly od července ceny ropy nad 95 dolarů za barel tím, že oznámily snížení produkce. Hrozilo, že se tento vývoj stane novým impulsem pro vzestup inflace na celém světě. Na začátku října, ještě před vypuknutím konfliktu v Izraeli, však výrazně vyšší úrokové sazby zpočátku způsobily opětovný pokles ceny ropy o více než 10 % pod 84 dolarů. Naději, že světová ekonomika přejde z vysoké inflace do klidné fáze a „měkkého přistání“, vystřídal obavy ze zpomalení globálního hospodářského růstu v důsledku dlouhodobější restriktivní měnové politiky hlavních západních centrálních bank, zejména Fedu a ECB. Útok Hamásu na Izrael tento pokles cen částečně zvrátil – po útoku Hamásu ceny ropy původně vyskočily nahoru. Bezprostředně po útoku cena vzrostla na 89 USD za barel, ale poté opět klesla (viz graf č. 1).

¹Země OPEC+ zahrnují země OPEC a země produkující ropy, které nejsou členem OPEC, např. Rusko.

1. PRUDKÝ, ALE JEN DOČASNÝ NÁRŮST CEN ROPY PO ÚTOKU HAMÁSU



Poznámka: Výkonnost dosahovaná v minulosti, simulace a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují žádné náklady. V případě investic do komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a 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: 16. 10. 2018–16. 10. 2023

Pokud konflikt zůstane lokální (což odpovídá našemu základnímu scénáři), dopad na ceny ropy by měl být rovněž omezený. Izrael ani palestinská území neprodukují relevantní množství ropy. Zásadní význam však mají dodávky a vývoz íránské ropy. Lze předpokládat, že nedávné události povedou k přísnějšímu prosazování stávajících sankcí Spojených států amerických vůči Íránu, které byly letos zmírněny z obavy z rostoucích cen pohonných hmot. Na Blízkém a Středním východě se nacházejí nejen někteří z nejdůležitějších světových producentů ropy, ale také Hormuzský průliv, který je klíčovou dopravní cestou. V případě jeho uzavření Íránem by mohla být ovlivněna přibližně pětina celosvětových dodávek ropy. V současné době se však zdá nepravděpodobné, že by k takové eskalaci došlo, protože země produkující ropu na tom nemají zájem.

Ale i za předpokladu, že by Západ zaujal vůči Teheránu smířlivější postoj, mohlo by dojít ke stažení značného množství ropy z trhu (konkrétně ropy pocházející z Íránu), a to v době již nedostatečné nabídky ropy způsobené tím, že Saúdská Arábie a Rusko chtějí prozatím zachovat zavedená omezení produkce. Teoreticky existuje dostatečná výrobní kapacita, která by případný výpadek z Íránu nahradila. K tomu by však musely být ochotny země jako Saúdská Arábie a Spojené arabské emiráty. Saúdská Arábie nedávno zopakovala, že podporuje úsilí OPEC+ o dosažení rovnováhy na světových trzích s ropou. Zdá se tedy možné, že ceny ropy Brent by se mohly ustálit poblíž současné úrovně, avšak investoři by se prozatím měli připravit na další volatilitu. Dopad na inflaci by pak měl zůstat spíše omezený, zejména proto, že je omezený vliv na jádrovou inflaci. Lze také předpokládat, že Fed ani ECB nebudou přímo reagovat na nabídkové faktory ovlivňující inflaci (jako by tomu bylo v případě šoku způsobeného cenami energií). Ve střednědobém horizontu očekáváme pokles cen ropy Brent na úroveň kolem 85 USD za barel na konci roku 2024, kdy se očekává, že OPEC+ uvolní další produkci ropy.

RIZIKOVÝ SCÉNÁŘ: TLAK NA CENY ROPY V PŘÍPADĚ ESKALACE S PŘÍMÝM ZAPOJENÍM ÍRÁNU

Výrazný nárůst ceny ropy v delším období by se dal očekávat pouze v případě výrazného rozšíření konfliktu. Takový rizikový scénář považujeme za nepravděpodobný, zejména proto, že USA a EU budou pravděpodobně vyvíjet tlak na Izrael, aby do konfliktu nezatahoval Írán. Přímá konfrontace mezi Izraelem a Íránem pravděpodobně nebude v zájmu Íránu, ale ani v zájmu Izraele, protože operace v Gaze si již pravděpodobně vyžádají zapojení velké části izraelského vojenského potenciálu. Pokud by však došlo k přímé vojenské konfrontaci mezi Izraelem a Íránem, mohli by zasáhnout další regionální aktéři. Na rozdíl od 70. let 20. století však dnes země Blízkého východu proti Izraeli nepostupují společně a koordinovaně a vzhledem k šíitsko-sunnitskému soupeření se případná podpora Íránu ze strany Saúdské Arábie zdá být sporná, protože Írán je považován za jejího úhlavního nepřítele. Stejně nepravděpodobné je, že by Saúdská Arábie podpořila Izrael. Nebezpečný by byl vývoj, kdy by se soupeření mezi šíity a sunnity vyostřilo a Saúdská Arábie by byla do konfliktu zatažena, například v důsledku íránských provokací. V tomto scénáři vývoje by existovaly tři nepřátelské tábory: Izrael, sunnitské země (zastoupené Saúdskou Arábií) a šíitské země (zastoupené Íránem).

V takovém rizikovém scénáři nelze vyloučit, že cena ropy vystoupá nad 100 USD. To by mohlo znatelně zpomalit současné oslabování inflačních tlaků. Fed a ECB by pak mohly být nuceny zvýšit v příštím roce opět úrokové sazby nebo dále odložit jejich případné snižování, přičemž úkol centrálních bank by ztížila skutečnost, že na ekonomiku by současně působily trvale vysoké ceny ropy. To by pak přineslo spíše uvolnění než zpřísnění měnové politiky, i když načasování takového opatření v oblasti měnové politiky bude pravděpodobně velmi obtížné. Podstatné tedy je, že nalézt rovnováhu není v takové situaci snadné.

ZEMNÍ PLYN: PRUDKÁ REAKCE CEN SE ZDÁ BÝT PŘEHNANÁ

Pokud jde o Německo a Evropu, nelze nezmínit, že v důsledku útoku Hamásu na Izrael vzrostly také ceny plynu (futures kontrakt TTF s dodáním za jeden měsíc na amsterodamské burze), občas o více než 28 %, a to na nejvyšší úroveň od konce března letošního roku (viz výše uvedený graf č. 1). Důvodem bylo uzavření důležitého ložiska plynu v Izraeli. Kromě toho došlo k možné sabotáži na plynovodu Baltic Connector mezi Finskem a Estonskem. Plynovod je v současné době uzavřen. Izrael byl dlouhou dobu jednou z mála zemí Blízkého a Středního východu, která neměla významné zásoby plynu a ropy, ale v poslední době se mu podařilo objevit ložiska plynu ve Středozemním moři. Válka ohrožuje plány této země stát se významným regionálním dodavatelem energie. V konečném důsledku by to mohlo vést i k tomu, že se do Evropy bude dodávat méně zkapalněného zemního plynu. To, jak ceny výrazně zareagovaly, však považujeme za přehnané. Výchozí situace pro dodávky na evropském trhu se zemním plynem je výrazně lepší než v loňském roce. Evropské zásobníky plynu byly na konci září naplněny z 95 %, což je výrazně nad pětiletým průměrem, který činí 87 %. Velkou neznámou při pohledu na cenu plynu zůstává otázka, jak chladná bude zima. Dlouhodobé předpovědi pro tuto zimu zatím ukazují, že v několika případech přijde chladné počasí, ale celkově **výpočty založené na evropském meteorologickém modelu (ECMWF)**² spíše ukazují na to, že Evropu čeká až příliš teplá zima.

² Evropské středisko pro střednědobé předpovědi počasí (ECMWF) je nezávislý mezinárodní výzkumný ústav a meteorologická služba pro globální numerické předpovědi počasí a klimatologii.

Makroekonomická situace a trhy

Výhled růstu: Hospodářská aktivita v USA a eurozóně oslabuje, Čína pravděpodobně dosáhne cílové úrovně hospodářského růstu

Očekává se, že globální hospodářský růst v letošním roce zpomalí na 2,9 %. Ani v roce 2024 neočekáváme příliš výrazné oživení (růst HDP 2,5 %). Zpomalení je do značné míry způsobeno opožděným účinkem přísnější měnové politiky, zatímco rezervy z přebytků úspor domácností vytvořené v důsledku pandemie se nadále snižují a podpora ze strany fiskální politiky slábne. Celková inflace se od svého vrcholu v roce 2022 výrazně snížila, zejména v důsledku nižších cen energií, ale díky zmírnění tlaků na růst cen vstupů klesá i jádrová inflace. Je nepravděpodobné, že by nedávný růst cen ropy výrazně změnil základní dezinflační trend, neboť agregátní poptávka nadále slábne. Úrokové sazby centrálních bank ve většině vyspělých ekonomik pravděpodobně dosáhly svého vrcholu. Snižování sazeb však bude pravděpodobně ještě nějakou dobu trvat, dokud centrální banky neuvidí jasně a daty podložené důkazy, že se jádrová inflace trvale přibližuje ke stanoveným cílům.

REVIZE PROGNÓZ PRO USA: SILNÁ EKONOMIKA, ALE NA ZÁKLADĚ SOUČASNÉHO VÝVOJE JE DALŠÍ ZVYŠOVÁNÍ ÚROKOVÝCH SAZEB NEPRAVDĚPODOBNÉ

Ve Spojených státech nyní v letošním roce očekáváme poněkud silnější růst kolem 2 % (dříve 1,3 %), ale na přelomu roku 2023/2024 předpokládáme výrazné oslabení hospodářského růstu a za celý rok 2024 pak v meziročním srovnání převážně stagnaci. Zdá se, že ekonomické ukazatele jsou zatím poměrně stabilní, klesající trend v průmyslu se zřejmě zastavil a sektor služeb nadále roste (viz graf č. 2). Konsensus analytiků ohledně očekávané pravděpodobnosti recese v USA proto nedávno klesl pod 60 %. Soukromá spotřeba byla ve třetím čtvrtletí nečekaně silná. Je však nepravděpodobné, že by tato síla trvala dlouho, neboť zejména trh práce nadále oslabuje, výrazně zpřísňují podmínky pro poskytování úvěrů a očekává se další pokles úspor. Pokud jde o inflaci, očekáváme, že celková inflace do konce příštího roku klesne zpět na úroveň kolem 2 %, přičemž jádrová inflace bude stále mírně nad cílovou úrovní. Vzhledem k tomuto makroekonomickému prostředí předpokládáme, že Fed dosáhl svého úrokového maxima, a očekáváme snížení úrokových sazeb o kumulativních 150 bazických bodů od března 2024 do konce roku 2024.

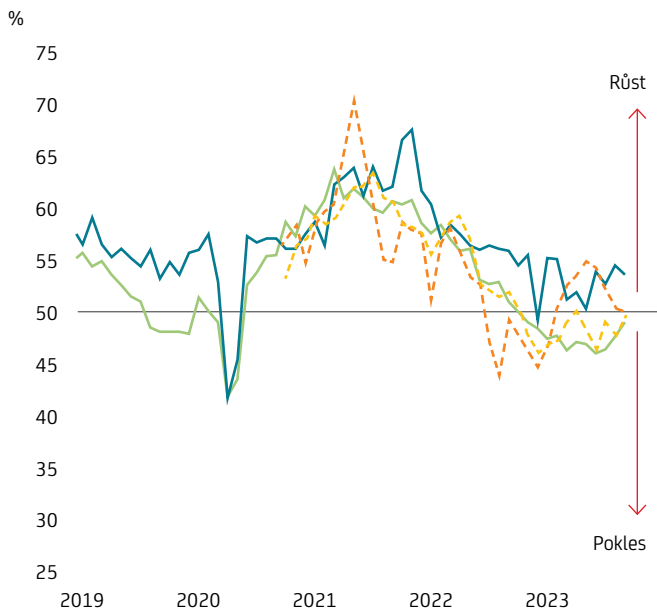
Na svém zářijovém zasedání ponechal Fed hlavní úrokovou sazbu beze změny na horní hranici 5,50 %, ačkoli tzv. „bodový graf“ (výhled úrokových sazeb podle Rady pro měnovou politiku) nadále ukazuje na další zvýšení v letošním roce. Pro následující dva roky nyní, především v důsledku zvýšených prognóz růstu a inflace, centrální banka očekává menší snižování sazeb než dříve, a to pouze na 5,1 % v roce 2024 a 3,9 % v roce 2025 (tj. v každém případě o 50 bazických bodů více než dříve). Z posledního zveřejněného zápisu z jednání však vyplývá, že zástupci centrální banky byli ve svém výhledu rozhodně opatrnější, než naznačují aktualizované ekonomické prognózy. Na jedné straně revize prognóz směrem nahoru naznačují, že Fed je optimistický ohledně vyhlídek na měkké přistání ekonomiky. Na druhou stranu ze zápisu z jednání také vyplývá, že centrální banka nadále pozorně sleduje řadu rizik ovlivňujících růst a inflaci (např. pokles úspor, zpřísňování úvěrových podmínek, oslabení trhu práce a zmírnění mzdových tlaků). Celkově Fed naznačil, že rizika pozitivně a negativně ovlivňující další vývoj jsou nyní stále více vyvážená a že nastavení měnové politiky je vnímáno jako restriktivní, a tedy tlumící ekonomiku.

Vývoj od posledního zasedání Fedu vedl k výrazně méně agresivnímu postoji centrální banky, což se odráží i v komentářích jednotlivých představitelů centrální banky týkajících se trhu. Kromě růstu výnosů desetiletých amerických státních dluhopisů o zhruba 40 bazických bodů (což odpovídá dalšímu zvýšení hlavních úrokových sazeb) k tomu přispěla i rezignace předsedy Sněmovny reprezentantů Kevina McCarthyho a konflikt mezi Izraelem a Hamásem. To zase podporuje náš názor, že Fed dosáhl vrcholu úrokových sazeb, i když další zvýšení sazeb ještě není zcela vyloučeno.

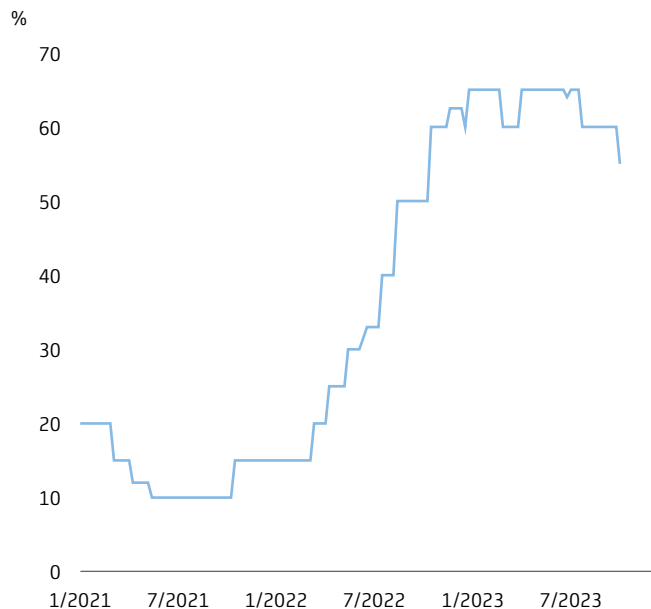
2. AMERICKÁ EKONOMIKA JE ODOLNÁ, ALE DALŠÍ ZPOMALENÍ JE PRAVDĚPODOBNÉ

INDEX NÁKUPNÍCH MANAŽERŮ, USA

- PMI zprac. průmysl
- PMI služby
- ISM zprac. průmysl
- ISM služby



PRAVDĚPODOBNOST RECESE V USA (DO JEDNOHO ROKU)



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

PROGNÓZY PRO EUROZÓNU: NÁROČNÉ PODMÍNKY NEGATIVNĚ OVLIVŇUJÍ EKONOMIKU A UKAZUJÍ NA STROP ÚROKOVÝCH SAZEB

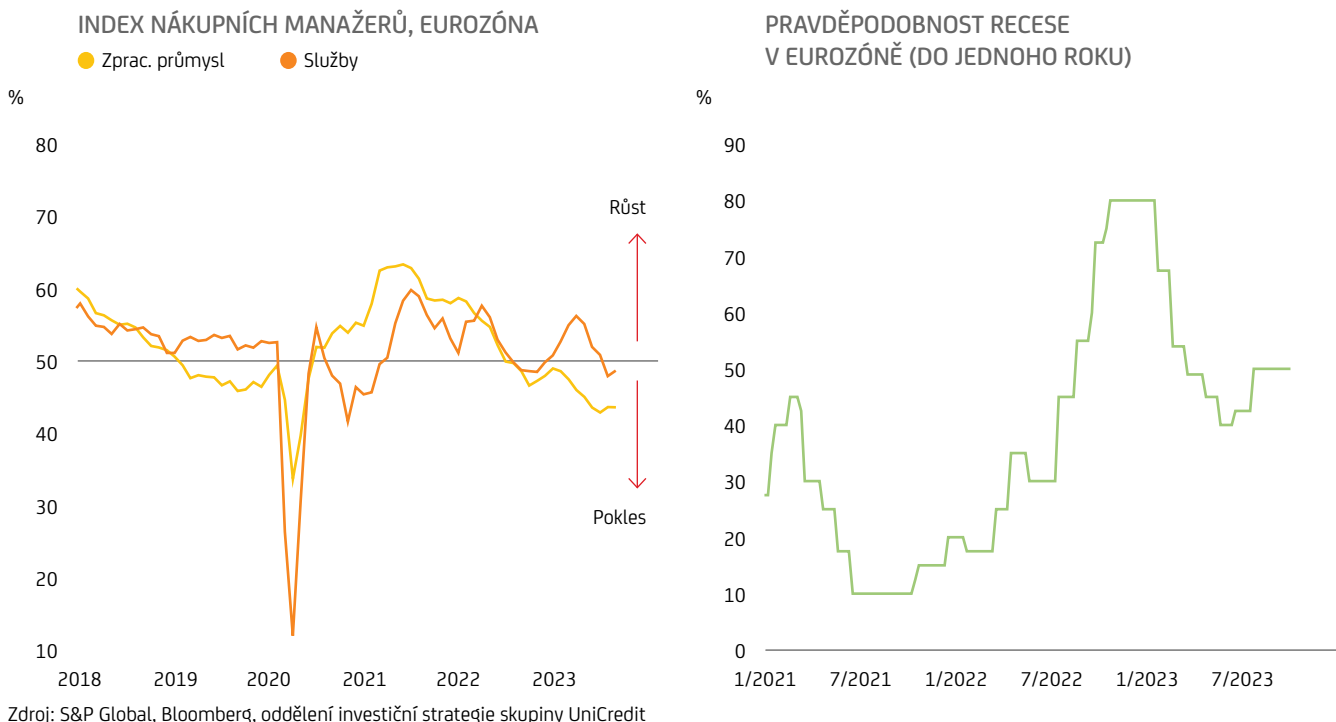
V eurozóně bude růst ve druhé polovině letošního roku pravděpodobně přinejlepším stagnovat, přestože jsme dříve předpokládali mírný růst. Zatímco v letošním roce vidíme růst HDP bez změny na úrovni 0,5 %, za rok 2024 očekáváme pouze 0,6 % (dříve 1,0 %). Ekonomické ukazatele v poslední době dále ochlazují, zejména průmysl se stále nachází ve fázi, kdy je výrazně oslabený, a také sektor služeb ztlačil dynamiku (viz graf č. 3). Není tedy divu, že konsenzus analytiků podle výsledků průzkumu nedávno zvýšil pravděpodobnost recese v eurozóně na 50 %. Zdá se, že tlak na ziskové rozpětí podniků v souvislosti se slabší poptávkou se již projevil a pravděpodobně bude prozatím pokračovat. Pokud jde o inflaci, očekáváme, že v letošním roce dosáhne 3,5 % a v roce 2024 potom 2,6 %. V souladu s tím předpokládáme, že cyklus zpříšňování měnové politiky ECB je u konce a centrální banka začne v příštím roce snižovat úrokové sazby. Celkově očekáváme, že v průběhu příštího roku (pravděpodobně od poloviny roku) dojde ke snížení hlavních úrokových sazeb o kumulativních 75 bazických bodů.

Na svém zářijovém zasedání ECB zvýšila své hlavní úrokové sazby o 25 bazických bodů na 4,0 %. Kromě toho ECB naznačila, že cyklus zpříšňování nyní pravděpodobně skončil. Pokud jde o snižování rozvahy centrální banky, prezidentka ECB Lagardeová odmítla spekulace o chystané změně pokynů PEPP³ a zopakovala svůj závazek zachovat první linii obrany proti neodůvodněnému rozšiřování výnosových rozpětí státních dluhopisů eurozóny ve srovnání s německými státními dluhopisy, tzv. nástroj na ochranu transmise (TPI). Zápis ze zářijového zasedání rovněž naznačuje, že další zvýšení sazeb je spíše nepravděpodobné, ačkoli jestřábi v Radě guvernérů ECB již dříve varovali před dalším zpříšňováním. Celkový postoj Rady guvernérů je, že inflační tlaky v eurozóně dosáhly svého vrcholu a budou nadále slábnout. Na druhé straně Rada guvernérů byla stále více znepokojena hospodářským zpomalením v regionu. To vše pravděpodobně Evropskou centrální banku odradí od dalšího zvyšování úrokových sazeb.

³PEPP (z angl. Pandemic Emergency Purchase Programme) neboli nouzový pandemický program nákupu aktiv je dočasný program nákupu dluhopisů veřejných a soukromých dlužníků, který byl zřízen na začátku pandemie s cílem zajistit kanály pro transmisi měnové politiky ECB.

Nicméně existuje určité zbytkové riziko dalšího zvyšování úrokových sazeb, pokud by se ukázalo, že inflační očekávání domácností jsou v důsledku rostoucích cen energií výrazně vyšší, než se očekávalo. Ve spojení s tím, že se náklady na energie v důsledku rusko-ukrajinského konfliktu drží na historicky vysokých úrovních (navzdory výraznému poklesu od maxim v roce 2022), by obnovený růst cen energií (v neposlední řadě v důsledku konfliktu na Blízkém východě, viz podrobnější analýza v části „Pohled zblízka“) mohl ke konci roku přimět ECB k dalšímu zvýšení úrokových sazeb (což není náš základní scénář vývoje).

3. OČEKÁVÁ SE DALŠÍ OCHLAZENÍ A STAGNACE EKONOMIKY EUROZÓNY



REVIZE PROGNÓZ PRO ČÍNU: CÍL PRO RŮST V ROCE 2023 BUDE PRAVDĚPODOBNĚ SPLNĚN

Zpomalení světové ekonomiky se odráží i ve slabší hospodářské aktivitě Číny. Po zveřejnění posledních údajů o růstu HDP ve třetím čtvrtletí stále očekáváme, že Čína v roce 2023 dosáhne svého cíle, který si pro růst sama stanovila, a to „kolem 5 %“, ale stále existuje řada rizik. Po silném oživení v prvním čtvrtletí roku 2023, kdy se ekonomika znovu otevřela, hospodářská dynamika v Číně na mnoha frontách zklamala. Spotřeba se od té doby spíše utlumila a nezaměstnanost mladých lidí zůstává na historicky vysokých úrovních. Sektor nemovitostí zůstává hlavním zdrojem nejistoty pro ekonomiku zatíženou nadměrným finančním pákovým efektem a zadlužením v době, kdy se proces urbanizace zdá být zralý a demografický vývoj nepříznivý. Vzhledem k poměrně slabé ekonomické dynamice se inflace v Číně nadále pohybuje na hranici deflace. Růst Číny, který ve třetím čtvrtletí v meziročním srovnání dosáhl 4,9 % (1,3 % v mezičtvrtletním srovnání), byl nicméně stále velmi uspokojivý, neboť se projevila cílená stimulační opatření, zejména ve zpracovatelském průmyslu a v investicích do infrastruktury. V nadcházejícím roce očekáváme přibližně 4% růst.

Navzdory těmto přitěžujícím faktorům je zde i pozitivní vývoj. Například poslední indexy nákupních manažerů se v širokém měřítku stabilizovaly. Průmysl i sektor služeb vykazují po měsících poklesu opět mírný růst. Vláda sice zatím na podporu ekonomiky nepřijala žádná komplexní fiskální opatření (pouze určité uvolnění úvěrových standardů při koupi domu na podporu stavebnictví), avšak podnikla významnější kroky na straně měnové politiky. Například čínská centrální banka letos nejen několikrát snížila povinné minimální rezervy pro velké a střední banky, ale také snížila úrokovou sazbu jednoleté střednědobé úvěrové facility. V budoucnu očekáváme další taková opatření.

FINANČNÍ TRHY: NAPĚTÍ V DŮSLEDKU PRODLOUŽENÍ RESTRIKTIVNÍ MONETÁRNÍ POLITIKY

Finanční trhy se v říjnu dokázaly poněkud zotavit po výrazném zářijovém poklesu cen mnoha tříd aktiv. Hlavním důvodem zářijového výprodeje byla reakce trhů na nečekaně jasné signály dvou hlavních západních centrálních bank, Fedu a ECB, že budou hlavní úrokové sazby udržovat v restriktivním pásmu déle a na vyšší úrovni. Zejména akciové trhy po zářijových zasedáních centrálních bank výrazně poklesly. Ve sledovaném měsíci září ztratil index S&P 500 více než 5 % a DAX více než 3 %. Na straně dluhopisů vedly poklesy cen k nárůstu výnosů přibližně o 50 bazických bodů u amerických státních dluhopisů a o více než 30 bazických bodů u německých státních dluhopisů. V tomto prostředí, kdy došlo k prudkému zvýšení výnosů z dluhopisů, klesl směnný kurz EUR vůči USD téměř o 3 % a cena zlata o 6 %.

Po útoku Hamásu na Izrael se však na začátku října znovu rozhořel konflikt na Blízkém východě, což opět vyvolalo poptávku po bezpečných investicích. Vedlo to k výraznému růstu cen dluhopisů, zejména dluhopisů s delší splatností. Z klesajících výnosů dluhopisů následně profitovaly i americké a evropské akciové trhy – ve sledovaném měsíci říjnu (k 16. říjnu) vykázaly cenový růst o více než 2 % v případě indexu S&P 500 a přibližně o 1 % v případě indexu DAX, i když růst cen nedokázal plně kompenzovat zářijový pokles cen. Euro ve stejném období vůči americkému dolaru posílilo o 0,6 %. Zlato dokázalo naplnit roli „bezpečného útočiště“ a ve sledovaném měsíci říjnu zatím zaznamenalo výrazný nárůst cen o více než 5 %. Střednědobá až dlouhodobá výkonnost zlata však bude pravděpodobně záviset především na vývoji výnosů v USA. Cena ropy Brent, která ještě v září v důsledku nedostatečné nabídky na světových trzích dosahovala hodnot nad hranicí 95 USD za barel, na začátku října výrazně poklesla v důsledku nastupujících obav o hospodářský vývoj a klesla pod hranici 85 USD. V důsledku konfliktu na Blízkém východě a obav z dalšího nedostatku ropy se cena ropy v poslední době poněkud zotavila, ale stále se nachází pod zářijovými maximy (viz také část Pohled zblízka, k 16. říjnu 2023).

Alokace aktiv – správa našeho portfolia

Defenzivní postoj

Aktiva		Investiční prostředí	Investiční pohled		
			Nízká váha v portfoliu	Neutrální	Vysoká váha v portfoliu
Hlavní třídy aktiv		Globální akcie	○	●	○
		Globální dluhopisy	○	●	○
		Peněžní trhy	○	●	○
		Alternativy	○	●	○
Hlavní třídy aktiv podrobně	Akcie	USA	○	●	○
		Evropa	○	●	○
		Pacifik (DM ¹)	○	○	●
		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	○	●	○

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

Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ AKCIE

Odolnost akcií a důvěra, že se podaří zabránit tvrdému přistání ekonomiky. Zpožděný negativní účinek vyšších úrokových sazeb se však teprve projeví.

NEUTRÁLNÍ EVROPSKÉ AKCIE

Slábnoucí makroekonomická dynamika a zranitelnost vůči vyšším cenám ropy a zemního plynu, zatímco ECB zůstává v krátkodobém horizontu restriktivní. Evropské akcie však nabízejí dobré příležitosti investorům, kteří se zaměřují na hodnotu a kvalitu.

NEUTRÁLNÍ AMERICKÉ AKCIE

Silný růst HDP ve 3. čtvrtletí 2023 díky silnému trhu práce a odolnost zisku, ale nejistota ohledně rozsahu hospodářského zpomalení v nadcházejících měsících v důsledku opožděných účinků vyšších úrokových sazeb.

NEUTRÁLNÍ AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

Hrubý domácí produkt Číny ve 3. čtvrtletí 2023 vyšší než konsenzus díky cíleným stimulačním opatřením, ale napětí v sektoru nemovitostí roste.

V Latinské Americe se Brazílie stává světlým bodem díky očekávání snížení sazeb v důsledku klesající inflace a pravděpodobným fiskálními reformám. Celkově je ocenění akcií rozvíjejících se trhů nízké. Důrazně se doporučuje selektivita při výběru zemí a sektorů v rozvíjejících se zemích.

ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU PACIFICKÉ AKCIE

Růst mezd, rostoucí inflace, vzhledem k tomu, že politika japonské centrální banky zřejmě bude i nadále expanzivní, jsou pro Japonsko, které se dostává z dlouhé fáze deflace, pozitivními faktory. Kromě toho růst zisků podniků a reforma tokijské burzy podporují intenzivní aktivitu při zpětném odkupu akcií.

NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ DLUHOPISY

Slábnoucí růst a ochlazující se inflace v letošním roce podporují naši preferenci „kvalitních dluhopisů“, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně v eurech a státní dluhopisy.

ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ V EURECH

Výnosy jsou atraktivní, ale vzhledem k relativně nízkým rozpětím se v případě prudkého oslabení makroekonomického vývoje ještě více přikláníme ke kvalitním dluhopisům a volíme selektivní a defenzivní strategii.

SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU PODNIKOVÉ DLUHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSEM

Rozpětí v této třídě aktiv zatím plně nezohledňuje podstatné zpomalení ekonomiky, zejména v USA, v důsledku přísnějších

podmínek pro poskytování úvěrů. Tato třída aktiv je také relativně méně likvidní.

NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU

Zhoršující se makroekonomická situace a ochlazující inflace udržují konstruktivní pohled na tuto třídu aktiv navzdory stále restriktivní politice ECB.

NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU

Podpořeno očekáváním poklesu inflace a uvolňováním politiky Fedu v polovině příštího roku.

NEUTRÁLNÍ DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V TVRDÉ MĚNĚ

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

ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V MÍSTNÍ MĚNĚ

Podpořeno očekáváním uvolňování politiky Fedu v polovině příštího roku a oslabením dolaru. V Latinské Americe otevírá klesající inflace prostor pro podstatné uvolnění politiky centrálních bank.

NEUTRÁLNÍ PENĚŽNÍ TRHY

Zajímavé výnosy, ale my dáváme přednost investicím do tříd aktiv s pevným vyšším výnosem, jako jsou státní dluhopisy a podnikové dluhopisy investičního stupně v eurech.

NEUTRÁLNÍ ALTERNATIVY

Nabízejí portfoliím možnost zabránit korelaci, zatímco reálná aktiva těží ze své role zajišťování proti inflaci.

NEUTRÁLNÍ KOMODITY

Ceny ropy jsou podporovány nízkými zásobami a rostoucím geopolitickým rizikem. Ceny jiných cyklických komodit, jako je měď, však nerostou.

NEUTRÁLNÍ ZLATO

Růst je omezen posledním jestřábím zasedáním Fedu a silnějším americkým dolarem.

MĚNY

Krátkodobou podporou je poslední jestřábí zasedání Fedu a silnější dynamika americké ekonomiky.

Jak investovat

Investiční nápady v současném scénáři



INVESTICE DO AKCIÍ

NAŠE IDEA: SEMAGLUTID: UVOLNĚNÍ POTENCIÁLU ZDRAVOTNICTVÍ

Na začátku 21. století, kdy v USA klesala těžba ropy, se americké energetické společnosti zapojily do společného technického projektu, jenž usiloval o kombinaci dvou technik těžby ropy (hydraulického štěpení a horizontálních vrtů), které byly dříve považovány za nepraktické a příliš riskantní. Tento průlom umožnil využít obrovské zásoby břidlicové ropy a zvýšil produkci ropy v USA z pěti milionů barelů denně v roce 2008 na více než 12 milionů v roce 2019. Tento vývoj zcela změnil osud tohoto odvětví, oživil americkou ekonomiku a změnil globální dynamiku v oblasti energetiky. Tato transformační síla horizontálních disruptcí a laterálního myšlení se podobá dnešní situaci ve zdravotnictví, kde špičkoví výrobci inzulinu využili svých výzkumných kapacit k průkopnickému využití inzulinu i mimo diabetes a objevili účinnost injekčního semaglutidu při léčbě obezity.

Inzulin byl objeven v roce 1922 a původně se získával ze slinivky břišní krav a prasat. Když se stal standardní léčbou cukrovky, vedl pokrok v 80. letech 20. století k vytvoření syntetického lidského inzulinu. Tento vývoj zjednodušil výrobu, z inzulinu se stala komodita a výsledný trh v hodnotě 20 miliard USD se konsolidoval kolem několika farmaceutických společností. Dva hráči působící v tomto zralém prostředí v reakci na významné nenaplněné lékařské potřeby zpochybnili tradiční názory prostřednictvím laterálního přístupu, který přesunul pozornost od léčby diabetu k jedné z jeho hlavních příčin: obezitě. Výsledkem souvisejícího výzkumu a vývoje je semaglutid, lék, který napodobuje **hormon GLP-1**⁴ a stimuluje tvorbu inzulinu, čímž snižuje hladinu cukru v krvi a snižuje chuť k jídlu. Nové řešení odemklo celosvětový trh související s obezitou, jehož hodnota se do roku 2030 odhaduje na 100 miliard USD. Díky síle a hloubce svého sortimentu, obrovským investicím do dodavatelského řetězce a nedávno zmíněným možným úhradám tohoto léku má zmíněná dvojice firem na tomto trhu dohromady 82% podíl. Tato převratná inovace, podobná břidlicové revoluci, není jen o zisku, má dopad na veřejné zdraví a udržitelnost ekonomiky. Obezita je příčinou více než 200 různých onemocnění, často chronických a nákladných, včetně kardiovaskulárních poruch, různých druhů rakoviny a selhání ledvin. Semaglutid, který snižuje výskyt těchto vysilujících nemocí, představuje úlevu pro zdravotnictví, přičemž se předpokládá, že jen v USA by se mohlo ušetřit přibližně 170 miliard USD ročně. Tento dopad je obzvláště pozoruhodný vzhledem k tomu, že výdaje na zdravotnictví již nyní mají v zemích OECD významný 10% podíl na HDP a jsou hlavním faktorem, který přispívá k předpokládanému nárůstu státního dluhu.

Na akciovém trhu se disruptivním akciím často dařilo výborně jak na rostoucím (býčím) trhu, tak na klesajícím (medvědím) trhu, takže tyto akcie představují nejlepší volbu mezi akciemi s vysokou volatilitou. Zatím se ukázalo, že tyto farmaceutičtí hráči nejsou výjimkou, protože ceny jejich akcií se od 1. ledna 2021 ztrojnásobily. Tento úspěch podtrhuje význam aktivní správy portfolia. Zatímco benchmarky a pasivní fondy mají tendenci tyto jedinečné příležitosti přehlížet, protože jsou ze své podstaty „zpětně orientované“ a mohou odměňovat pouze osvědčené vítěze, aktivní přístup umožňuje investorům využít transformační příležitosti a profitovat z nich.

⁴ Glukagonu podobný peptid 1 (GLP-1) je střevní peptid vylučovaný střevními buňkami po jídle. GLP-1 má řadu fyziologických účinků, včetně potenciace glukózou stimulované sekrece inzulinu. Antidiabetické účinky GLP-1 vedly k intenzivnímu zájmu o využití tohoto peptidu k léčbě pacientů s diabetem.

INVESTICE DO DLUHOPISŮ

VÝHLED STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosy státních dluhopisů v září prudce vzrostly, přičemž výnos desetiletých amerických státních dluhopisů dosáhl 4,88 %, což je nejvyšší úroveň od roku 2008, a výnos desetiletých německých státních dluhopisů dosáhl 3 %, což je úroveň nevidaná od roku 2011.

Tento prudký nárůst úrokových sazeb má mnoho důvodů. Investory znepokojil zejména skokový nárůst cen ropy (ze 70 USD za barel na 95 USD v létě, poté, co se země OPEC rozhodly snížit těžbu ropy), který vyvolal obavy z možného obnovení inflační dynamiky. Kromě toho je i nadále velmi silný americký trh práce – v září bylo vytvořeno 336 000 nových pracovních míst. Ceny dluhopisů negativně ovlivnilo také varování Fedu, že úrokové sazby zůstanou na vyšší úrovni po delší dobu. Dalším faktorem, který působí na trh, je výrazné zvýšení nabídky dluhopisů v nadcházejících měsících. Na ceny dluhopisů by mohl působit více i strukturální faktor. Investoři by mohli za dluhopisy s dlouhodobou splatností chtít vyšší rizikové prémie, které odrážejí rostoucí nerovnováhu mezi nabídkou a poptávkou a obavy z udržitelnosti dluhu a nového inflačního režimu, který je mnohem volatilnější než v minulosti.

Státní dluhopisy mají samozřejmě i své výhody. Jen v USA mají fondy peněžního trhu prostředky ve výši přibližně 6 bilionů USD. Tato aktiva by se mohla rychle přesunout do státních dluhopisů, zejména pokud ekonomika vykáže známky zpomalení a centrální banky začnou být ve své měnové politice více umírněné. Při současné úrovni výnosů navíc institucionální investoři, jako jsou státní a penzijní fondy, zvyšují svou expozici vůči státním dluhopisům. A konečně, vzhledem k tomu, že korelace mezi státními dluhopisy a rizikovými aktivy v roce 2023 dosáhla záporné úrovně, by při zvýšení averze k riziku došlo k prudkému nárůstu poptávky po státních dluhopisech.

Závěrem lze říct, že vzhledem ke zmíněným pozitivním i negativním faktorům bude trh i nadále velmi volatilní. Nicméně vzhledem k nominálním výnosům na úrovních, které jsme neviděli více než deset let, se domníváme, že investice do cenných papírů s pevným příjmem se dnes může dlouhodobě vyplatit.

Co se týče alokace aktiv, potvrdili jsme naši neutralitu vůči třídě aktiv. Při těchto výnosech nabízejí státní dluhopisy atraktivní příjmy z kuponů, které mohou kompenzovat i případně nové poklesy cen. Navíc, jak již bylo napsáno, korelace mezi dluhopisy a akciemi se vrátila do záporných hodnot a vzhledem k nedávnému konfliktu mezi Izraelem a Hamásem jsou státní dluhopisy „bezpečným útočištěm“ v případě eskalace napětí na Blízkém východě. Ze strategického hlediska vidíme hodnotu zejména v segmentu dvouletých až desetiletých dluhopisů, zatímco u dluhopisů s delší splatností stále očekáváme fázi zvýšené volatility.

Takticky jsme na začátku října využili slabosti trhu a snížili jsme naši duraci pod úroveň našich benchmarků v modelech státních dluhopisů, protože jsme očekávali cenové oživení. Nakupovali jsme zejména dluhopisy „základních“ zemí a zároveň jsme zachovávali obezřetný postoj k zemím s vyšším zadlužením, které vyvolává pochybnosti o budoucí udržitelnosti jejich veřejných financí.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	16. 10. 22	16. 10. 18	16. 10. 19	16. 10. 20	16. 10. 21	16. 10. 22	16. 10. 18	1. 1. 23
Do	16. 10. 23	16. 10. 19	16. 10. 20	16. 10. 21	16. 10. 22	16. 10. 23	16. 10. 23	16. 10. 23
Akciové indexy (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	24,1	7,7	13,3	30,0	-21,4	24,1	56,4	12,9
MSCI Emerging Markets (v USD)	13,0	7,1	12,1	17,3	-29,6	13,0	12,2	1,5
MSCI US (v USD)	24,3	8,6	20,7	30,6	-20,0	24,3	73,1	15,8
MSCI Europe (v EUR)	19,1	11,5	-5,5	33,1	-11,9	19,1	46,1	9,6
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	16,1	7,3	12,0	16,0	-27,5	16,1	16,7	2,4
STOXX Europe 600 (v EUR)	18,9	11,8	-4,0	32,8	-13,4	18,9	46,0	9,2
DAX 40 (Německo v EUR)	22,5	7,6	2,0	22,7	-19,6	22,5	31,2	9,4
MSCI Italy (v EUR)	42,3	18,3	-15,5	41,4	-15,4	42,3	69,2	24,3
ATX (Rakousko, v EUR)	20,4	-3,5	-26,4	78,5	-23,2	20,4	17,1	5,9
SMI (Švýcarsko, v CHF)	8,8	17,9	5,4	22,4	-10,7	8,8	46,9	4,7
S&P 500 (USA, v USD)	24,1	8,6	18,4	30,3	-18,0	24,1	73,3	15,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	19,4	1,9	6,3	25,7	-3,0	19,4	57,3	23,7
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-3,2	29,4	24,6	4,6	-20,1	-3,2	29,1	-4,2
Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-2,0	16,3	12,7	-5,0	-17,9	-2,0	0,6	-3,8
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-0,4	10,9	8,3	-3,4	-14,4	-0,4	-0,8	-2,3
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	5,0	13,5	8,6	1,4	-19,5	5,0	6,0	-0,1
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-0,5	9,7	2,4	-3,7	-19,8	-0,5	-13,4	0,8
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-0,5	11,1	2,9	-2,6	-18,5	-0,5	-9,5	0,2
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	4,7	5,7	1,6	0,5	-16,3	4,7	-5,4	2,5
Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	70	-142	-101	84	249	70	155	87
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	59	-129	-119	57	331	59	192	78
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	21	-124	-98	19	383	21	198	72
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	39	-88	-22	44	254	39	224	19
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	51	-110	-28	35	274	51	219	34
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-4	-78	-13	8	395	-4	309	20
Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-43	4	14	-45	80	-43	12	-11
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-88	56	94	-189	197	-88	78	-52
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-50	-4	1	-14	112	-50	46	3
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-151	-12	97	-136	295	-151	97	-25
Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)								
Libor (USD, 3 měsíce)	146	-44	-175	-9	407	146	321	89
Euribor (EUR, 3 měsíce)	257	-9	-10	-4	195	257	429	184
Směnné kurzy eura (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	8,4	-4,9	5,7	-0,8	-16,2	8,4	-9,0	-1,2
Britská libra (EUR-GBP)	-0,3	-1,2	4,7	-6,8	2,6	-0,3	-1,7	-2,4
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-2,6	-3,9	-2,5	0,3	-8,7	-2,6	-16,8	-3,5
Japonský jen (EUR-JPY)	9,7	-7,7	2,3	7,7	9,1	9,7	21,6	12,0
Komodity (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	16,7	20,7	23,9	-8,3	-9,0	16,7	48,7	5,3
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-2,9	-6,7	7,3	56,2	-21,0	-2,9	15,6	-11,5
Zlato (v USD za ryzí unci)	16,6	21,0	27,6	-6,7	-8,3	16,6	56,5	5,8
Ropa (Brent, v USD za barel)	-2,2	-26,5	-27,1	96,4	9,1	-2,2	11,2	5,7

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 cizích měnách mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny. Takzvané syntetické dluhopisy se vypočítávají tak, aby odrážely výkonnost státních dluhopisů s pevnou dobou splatnosti. V každém případě se jako referenční hodnota pro možnost výnosu syntetického dluhopisu použije „nejvhodnější“ reálný federální dluhopis v příslušném období. Vývoj očekávaného výnosu do 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 rozdílné hodnocení rizika investory pro příslušné produkty nebo země (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují žádné náklady. V případě měn a komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 16. 10. 2023.

Právní upozornění

Tato publikace společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank AG (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 výzvu k nákupu nebo prodeji cenných papírů.

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 Group 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.

Je třeba také poznamenat následující:

1. Informace týkající se výsledků finančního nástroje, indexu nebo investiční služby dosažených v minulosti nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků.
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.

Skupina UniCredit v žádném případě nenesе odpovědnost za skutečnosti ani škody, které mohou komukoli 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 AG, 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 16. říjnu 2023.



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



Adresa
Želetavská 1525/1
140 92 Praha 4 – Michle



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions