



Carpe diem

Rok 2024 ve znamení obratu
ve vývoji úrokových sazeb



Investiční strategie skupiny

Výhled na rok 2024

Prosinec 2023

Obsah

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	14
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	20
SLOUPKY	22



Souhrnný přehled

Carpe diem



MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Globální hospodářský růst v příštím roce pravděpodobně dále zpomalí z letošních 3,0 % na 2,7 %. Zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami se postupně promítá do ekonomiky, zatímco důležité podpůrné faktory, jako je přebytek úspor soukromých domácností a podpora v podobě fiskální politiky, se zmenšují nebo mizí. Přesto se domníváme, že tvrdé přistání světové ekonomiky je nepravděpodobné.

V USA očekáváme, že hrubý domácí produkt (HDP) v roce 2024 a následně v roce 2025 poroste o 1,0 % poté, co v letošním roce jeho růst činil 2,4 %. Očekává se, že ekonomika eurozóny poroste v příštím roce o 0,5 %, tedy stejným tempem jako v roce 2023, zatímco zkoumané ukazatele naznačují, že HDP bude ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku stagnovat nebo mírně klesat. V Číně očekáváme zpomalení růstu HDP na 4,5 % v roce 2024 a na 4,3 % v roce 2025 s tím, že v letošním roce je růst kolem 5,2 %. Ačkoli to znamená, že Čína v letošním roce dosáhne svého cíle růstu stanoveného na 5 %, hospodářské oživení po zrušení všech omezení souvisejících s pandemií bylo podstatně méně dynamické, než mnozí očekávali.



INFLACE A MĚNOVÁ POLITIKA

Ve Spojených státech očekáváme, že inflace do konce roku 2024 klesne na úroveň kolem 2 % a o jedno až dvě čtvrtletí později se na tuto úroveň dostane i jádrová inflace. Jádrou inflaci udržuje tvrdší než na vysoké úrovni zejména inflace v sektoru služeb. Neočekáváme, že by Federální rezervní systém (Fed) dále zvyšoval úrokové sazby. Než Fed trvale sníží úrokové sazby, pravděpodobně se ujistí, že jádrová inflace trvale klesá a trh práce nadále oslabuje. Očekáváme snížení sazeb o 25 bazických bodů na každém zasedání od června do prosince 2024 a následně snižování na každém druhém zasedání až do roku 2025. To by znamenalo, že cílové rozpětí klíčové úrokové sazby by do konce roku 2025 činilo 3,00 % až 3,25 %.

Do konce roku 2024 by se celková inflace v eurozóně měla přiblížit hranici 2 % a v roce 2025 pod ni klesne. Vzhledem k utlumenému růstu a šířící se deflaci je velmi pravděpodobné, že ECB dosáhla vrcholu úrokových sazeb. Polovina roku 2024 se zdá být nejbližším možným termínem, kdy by ECB mohla zahájit obrat ve vývoji úrokových sazeb. Je pravděpodobné, že bude v cyklu uvolňování pokračovat jen postupně, neboť existuje velká nejistota ohledně toho, jak vysoká úroveň úrokových sazeb je s příslušným vývojem slučitelná. Očekáváme čtvrtletní snižování úrokových sazeb ze strany ECB o 25 bazických bodů, což by vedlo ke snížení depozitní sazby na 3,25 % do konce roku 2024 a na 2,25 % do konce roku 2025.



FINANČNÍ TRHY

Cenné papíry s pevným výnosem by měly v roce 2024 zaměřit do klidnějších vod a státní dluhopisy by měly přinést kladné výnosy, protože klíčové úrokové sazby v hlavních ekonomikách by již nyní měly dosáhnout svého vrcholu. V důsledku toho očekáváme, že výnosy dluhopisů v příštím roce klesnou a inverzní výnosová křivka se sníží, protože centrální banky pravděpodobně začnou v polovině roku snižovat úrokové sazby. Dvouleté výnosy by mohly do konce příštího roku klesnout ke 4 % (u amerických státních dluhopisů) nebo výrazně pod 3 % (německé státní dluhopisy). Klesající trend vidíme také u výnosů dlouhodobých dluhopisů, i když jeho rozsah je obtížnější odhadnout a pravděpodobně bude méně výrazný.

Pokud jde o akcie, tržní prostředí bude v příštím roce pravděpodobně charakterizováno poměrně nízkým růstem podnikových zisků, ačkoli odhady zisků pro příštích dvanáct měsíců se stále pohybují blízko historických maxim. V důsledku toho se domníváme, že potenciál pro opětovný růst ocenění v roce 2024 je založen méně na růstu zisků a více na vývoji úrokových sazeb. Akcie pravděpodobně nabídnou další růstový potenciál, zejména pokud se v roce 2025 jasněji projeví trend snižování výnosů a známky ekonomické stabilizace.

Dopis investičních ředitelů

Carpe diem

Rok 2023, který se chýlí ke konci, nám opět velmi dobře ukázal, že vývoj kapitálových trhů je silně ovlivňován očekáváním účastníků trhu. Rolí hraje nejen to, jaký vývoj považují oni sami za nejpravděpodobnější, ale také představy trhu, tj. konsenzus, a jak se tato očekávání mohou v následujících měsících měnit. Konsenzus v současnosti předpokládá, že míra inflace v příštím roce klesne natolik, že centrální banky v USA i v Evropě mohou zhruba v polovině roku přistoupit ke snížení úrokových sazeb. To by následně vedlo ke snížení úrokových sazeb u krátkodobých úročených investic, jako jsou termínované vklady. Zároveň je pravděpodobné, že výnosy dlouhodobějších dluhopisů budou klesat. Investoři, kteří si chtějí zajistit v současnosti stále ještě vyšší úrokové sazby, by proto měli jednat včas.

Zatímco očekávání ohledně vývoje úrokových sazeb jsou víceméně jednotná, prognózy mnoha pozorovatelů ohledně rozsahu očekávaného snížení úrokových sazeb, jakož i ekonomického prostředí, z něhož snížení úrokových sazeb vychází, se více či méně výrazně liší. „**Býci**“¹ očekávají robustní ekonomické prostředí a pouze mírné snížení úrokových sazeb. „**Medvědi**“ naopak předpovídají výraznou fázi hospodářského oslabení a očekávají rozsáhlejší snižování úrokových sazeb. Alternativně by se také dalo říct, že býci sázejí na to, že centrální banky sníží úrokové sazby kvůli klesající inflační dynamice, zatímco medvědi jsou přesvědčeni, že centrální banky budou muset snížit úrokové sazby kvůli výraznému hospodářskému oslabení.

Klíčová otázka tedy zní: Jak moc se ekonomika v nadcházejícím roce ochladí? K posouzení příslušných rizik mohou pomoci argumenty býků a medvědů. Medvědi argumentují tím, že v posledních desetiletích americká ekonomika, která jako přední světová ekonomika signalizuje další vývoj, vždy během několika čtvrtletí po výrazném zvýšení úrokových sazeb sklouzla do recese. Argumentace je tedy založena na historických zkušenostech. Pokud však analyzujeme aktuální ekonomické údaje v USA, v současné době tomu téměř nic nenasvědčuje. Býci proto tvrdí, že současný cyklus úrokových sazeb je tentokrát výjimečný, tj. odlišný od předchozích, a že se americká ekonomika může obvyklé recesi vyhnout. Důvodem je expanzivní měnová a fiskální politika, která v počáteční fázi pandemie poskytla podnikům a domácnostem znatelný „polštář“, tedy rezervu projevující se až do dnešního dne.

Jak už to tak bývá, skutečný trend je pravděpodobně někde uprostřed mezi oběma extrémami. Mnohá nasvědčuje tomu, že ekonomická dynamika v USA skutečně pravděpodobně ochladne – možná do té míry, že v polovině příštího roku lze očekávat nulový nebo dokonce mírně záporný růst. Nemuselo by však dojít ke skutečně znatelné recesi. Takový scénář by pak byl klasickým „měkkým přistáním“.

Důvodem je skutečnost, že statisticky vzato krátkodobá brzdící síla přísnější měnové politiky nevyplývá ani tak z vyšší úrovně úrokových sazeb, ale z rozsahu a rychlosti samotného zvyšování úrokových sazeb. K největšímu zvýšení úrokových sazeb ze strany Federálního rezervního systému (Fed) však došlo před více než rokem, kdy od letních měsíců loňského roku Fed několikrát po sobě zvýšil úrokové sazby až o 0,75 %. Americká ekonomika se s tímto agresivním zpřísněním měnové politiky zatím vyrovnává překvapivě dobře. V letošním roce bylo zvyšování úrokových sazeb mnohem rozvážnější a Fed dal nedávno jasně najevo, že další kroky neplánuje. Tlumicí účinek má samozřejmě i současná vysoká úroveň úrokových sazeb jako taková. Bylo by však poněkud překvapivé, kdyby sice vysoká, ale nezměněná úroveň úrokových sazeb měla náhle urychlit napětí v ekonomice, přestože ta zůstala stabilní i pod tíhou prudce rostoucích úrokových sazeb. Scénář „měkkého přistání“ se proto zdá být docela pravděpodobný.

¹ Optimisté na akciovém trhu se symbolicky označují jako „býci“ a jsou pevně přesvědčeni, že ceny porostou. Býk je zvolen jako symbol proto, že svými rohy vždy tlačí zdola nahoru. Naopak „medvěď“, jehož tlapa udeří shora dolů, je považován za znamení klesajících cen.

A i kdyby se hospodářské zpomalení projevilo výrazněji, než v současnosti očekává konsenzus, je uklidňující, že ani medvědi neočekávají v USA hlubokou a dlouhotrvající recesi. Dokonce někteří naopak očekávají, že v roce 2025 bude tempo růstu v USA v řádu **potenciálního růstu**². To znamená, že i v případě méně příznivého scénáře lze očekávat volatilitu, ale pravděpodobně ne trvalý klesající trend na akciových trzích, protože většina akciových investorů by dočasný a zvládnutelný pokles pravděpodobně jednoduše přečkala.

² Potenciální růst je v ekonomice definován jako dlouhodobý vývoj hrubého domácího produktu při optimálním využití stávajících kapacit.

Jaké důsledky mají tyto úvahy pro investiční strategii? Zprv rozdíl v potenciálních výnosech mezi dluhopisy a akciovými trhy se již nezdá být tak velký jako v předchozích letech. To je dobrá a uklidňující zpráva, protože se tím opět dostává do centra pozornosti dobře známá a zavedená dlouhodobá investiční strategie investování do více aktiv. Doby, kdy bylo nutné hledat potenciální výnosy v málo známých tržních nikách, abyste nezaostali, jsou prozatím pryč. Díky vyššímu výnosu mohou pevně úročené části portfolia opět odpovídajícím způsobem přispívat k výkonnosti portfolia. Reinvestiční riziko lze snížit přesunem aktiv z termínovaných vkladů do dlouhodobých dluhopisů. O takové změně mohou uvažovat zejména investoři, kteří očekávají v nadcházejících měsících pokles úrokových sazeb. Prostředí klesajících výnosů by mohlo přinést cenové zisky i dluhopisům. I přes snížení rizik však nelze vyloučit, že se očekávání trhu opět obrátí a že obrat v měnové politice bude trvat déle, než se v současnosti očekává.

Kromě toho navzdory našemu hodnocení potenciálně silné výkonnosti dluhopisů a navzdory výše zmíněnému riziku omezeného poklesu růstu vidíme v základním scénáři pro nadcházející rok vyšší výnosový potenciál pro akcie. Z tohoto důvodu by neměla být akciová strana portfolia zanedbávána, ale nemělo by se upustit od selektivního přístupu. Investice do akcií podniků z velmi cyklických sektorů se vzhledem k očekávanému zpomalení růstu stále zdají být poněkud předčasné. Tyto akcie by se mohly dostat do popředí zájmu v druhé polovině roku, až bude fáze ochlazování za námi. Očekávání, že úrokové sazby zůstanou na vyšší úrovni po delší dobu, by však mohlo růst ocenění zpomalit. V případě delší a hluboké recese (kterou v současné době neočekáváme) by se ceny akcií dostaly pod tlak a mohly by výrazně zaostávat za očekávanými zisky.

V segmentu dluhopisů se vzhledem k mírnému, ale stabilnímu hospodářskému růstu jeví jako obzvláště atraktivní podnikové dluhopisy s dobrým úvěrovým ratingem. Rovněž zde je nejspíš ještě příliš brzy na agresivnější přístup, například ve formě nákupu v segmentu dluhopisů s vysokým výnosem. V měnové oblasti se vzhledem k pravděpodobně přiměřeně synchronizované politice snižování úrokových sazeb ve všech měnových oblastech hlavních průmyslových zemí neočekávají žádné výrazné měnové výkyvy, i když euro by mohlo mít v roce 2024 mírný růstový potenciál vůči americkému dolaru.

To znamená, že podle našeho názoru mnohé nasvědčuje tomu, že investoři mohou být v novém roce opatrně optimističtí. Navzdory četným problémům se výhled nejdůležitějších tříd aktiv jeví jako konstruktivní.

MANUELA D'ONOFRIO, ředitelka oddělení investiční strategie skupiny, UniCredit SpA

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

ALESSANDRO CAVIGLIA, investiční ředitel Itálie, UniCredit SpA

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

Pohled zblízka

Megatrendy – co očekáváme v budoucnosti

V globální ekonomice působí mocné síly přinášející změnu, které označujeme jako megatrendy. Tyto trendy mají potenciál zásadně ovlivnit hospodářský vývoj ve světě nejen z hlediska toho, co je v politice a společnosti považováno za prioritu, ale také jako hnací síla inovací a proměny obchodních modelů. Ovlivňují víc než jen životní styl a spotřební zvyklosti domácností a mají dopad na politická rozhodnutí a strategie podniků. Pro naši investiční strategii má zvláštní význam sedm následujících megatrendů, které jsou úzce propojené a vzájemně závislé. Jejich důsledky jsou dalekosáhlé a rozmanité. Tyto megatrendy nabízejí jak obrovské příležitosti, které je třeba využít, tak rizika, která je třeba správně vyhodnotit. Výzvy, které z těchto megatrendů vyplývají, vyžadují vzhledem ke své složitosti nalezení řešení jak pro podniky, tak pro společnost jako takovou. Jsme přesvědčeni, že tyto megatrendy v sobě skrývají obrovský růstový potenciál, a proto jim postupně přizpůsobujeme naše tradiční portfolia, abychom dosáhli znatelného zlepšení výkonnosti.

I. VÝŠ JEŠTĚ O NĚCO DÉLE – BLIŽŠÍ POHLED NA PODNIKOVÉ DLUHOPISY V EURECH

V roce 2023 trh cenných papírů s pevným výnosem významně ovlivňovaly hlavní centrální banky, které byly pevně odhodlány dělat restriktivní měnovou politiku s cílem vrátit dynamiku spotřebitelských cen na cílovou úroveň. Konkrétně americký Federální rezervní systém (Fed) zvýšil oficiální sazby celkem o 100 bazických bodů a Evropská centrální banka (ECB) o 200 bazických bodů. Navzdory náročnému prostředí v letošním roce dosáhly úvěry investičního stupně kladného výsledku (3,94 % od počátku roku k 27. 11. 2023), což bylo podpořeno odolností hospodářského cyklu a vytrvalým hledáním výnosů ze strany investorů. Fázi útěku ke kvalitě zaznamenal trh pouze v březnu a v září až říjnu, a to v důsledku krize likvidity amerických regionálních bank a záchrany společnosti Credit Suisse v Evropě, která v březnu vedla k rozšíření úvěrových spreadů, a v důsledku prudkého nárůstu výnosů státních dluhopisů, k němuž došlo na podzim.

Pokud jde o budoucnost, pozitivně vidíme kvalitní podnikové dluhopisy. Pro rok 2024 UniCredit Research po stagnaci růstu ve druhé polovině roku 2023 předpokládá mírné oživení ekonomiky eurozóny a výrazný pokles inflace. Stabilizace růstu, mírnější inflace a očekávaný konec cyklu zvyšování sazeb vytvářejí ideální prostředí pro kvalitní podnikové dluhopisy. Tato třída aktiv totiž z hlediska poměru rizika a výnosu představuje atraktivní příležitost, která kombinuje dobré úvěrové základy a přesvědčivé výnosy (například segment dluhopisů investičního stupně denominovaných v eurech s vysokým ratingem nabízí zajímavé výnosy: 4,31 % k 27. 11. 2023, což je stejný výnos, jaký poskytoval sektor dluhopisů s vysokým výnosem denominovaných v eurech na začátku roku 2022) a zároveň nabízí odolnost v případě oslabení ekonomiky.

Celkově se očekává, že základní ukazatele u podnikových dluhopisů investičního stupně zůstanou solidní díky zdravým rozvahám, lepším než očekávaným ziskům, značným peněžním zůstatkům a nízké úrovni zadlužení ve srovnání s dlouhodobými průměry. Kromě toho zůstanou silné i po technické stránce, takže se prémie za úvěrové riziko v budoucnu zřejmě nebudou příliš měnit. Očekává se, že čistá nabídka zůstane nízká díky silné likviditě podniků, omezené aktivitě v oblasti fúzí a akvizic a obezřetné finanční politice podniků. Příliv kapitálu do této třídy aktiv by měl zůstat silný, což by mělo v nadcházejících měsících zmírnit případné rozšiřující se rozpětí výnosů. Dobrou příležitostí představují úvěry investičního stupně i pro investory s velmi nízkým rizikovým profilem. Segment se splatností 1 až 3 roky má atraktivní výnos do doby splatnosti (4,29 % k 27. 11. 2023) s velmi nízkou expozicí vůči volatilitě úrokových sazeb (durace 1,9).

Existují však i rizika. V roce 2024 očekáváme, že se míra selhání v Evropě zvýší, ale jen postupně, přičemž se očekává, že poměr zůstane hluboko pod 4 %. Do budoucna budou mít vyšší úrokové náklady vliv na rozvahy podniků. To se bude týkat zejména titulů s vysokým výnosem, tedy slabšího segmentu trhu, kde náklady na refinancování u některých podniků v současnosti přesahují 10 %. V této situaci by se investoři měli zaměřit na schopnost vybírat podniky se solidní rozvahou a silnými základy a vyhnout se těm, které budou čelit obzvláště vysokým rizikům refinancování.

Co se týče sektorového rozdělení, do budoucna budeme i nadále zaujímat opatrný postoj a preferovat defenzivní sektory, jako jsou telekomunikace, veřejné služby a zdravotnictví, před maloobchodem, chemickým průmyslem, odvětvím cestovního ruchu a volného času a průmyslovým zbožím.

Pokud jde o finanční sektor, úvěrové základy bank pravděpodobně zůstanou silné, podporované čistými úrokovými výnosy, pevnou kvalitou aktiv a vysokou kapitalizací bankovního sektoru. Navzdory postupnému zvyšování míry selhání u podnikových úvěrů a rostoucímu objemu nesplácených úvěrů v roce 2024 zůstane ziskovost bank pravděpodobně vysoká, pokud ji srovnáme s úrovní zaznamenanou v posledním desetiletí.

1. VÝNOSY PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ INVESTIČNÍHO STUPNĚ DENOMINOVANÝCH V EURECH

● ICE BofA Euro Corporate Index



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: LSEG Datastream, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Sledované období: 27. 11. 2013 – 27. 11. 2023

II. GEOPOLITIKA: BLIŽŠÍ POHLED NA „NOVÉ JAPONSKO“

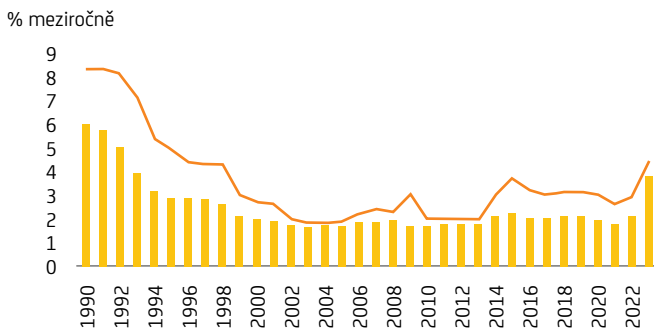
Z geopolitického hlediska se Asie stává oblastí, která si zaslouží větší pozornost. Pokud jde o snižování rizika v portfoliu, zahraniční investoři vzhledem k rostoucímu počtu problémů (krize v oblasti nemovitostí, stárnutí populace, zhoršující se správa a řízení podniků, problém politického vedení) snižují své podíly držených čínských akcií. Japonsko z tohoto přesunu pozic v portfoliích zahraničních investorů jednoznačně těží.

Podrobněji řečeno, „nové Japonsko“ se díky rostoucímu růstu mezd a inflaci dostává z desetileté fáze deflace, zatímco rizika restriktivní politiky japonské centrální banky a prudkého posílení japonského jenu se zatím zdají být zvládnutelná. Japonská centrální banka prozatím pouze upravila svou politiku kontroly výnosové křivky zvýšením horní hranice výnosů desetiletých dluhopisů na 1 %. Dalšími faktory podporujícími investování do japonských akcií jsou nárůst zisků podniků a reforma tokijské burzy, které podporují intenzivní zpětné odkupy akcií.

2. JAPONSKO: ROSTOUCÍ MZDY

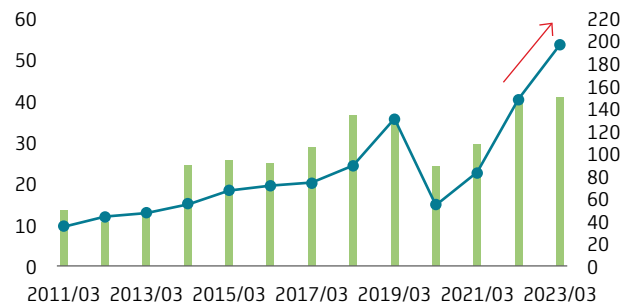
VÝSLEDEK ŠUNTŮ V ROCE 2023 ZNAMENÁ NEJVYŠŠÍ CELKOVÝ NĀRŮST MEZD ZA POSLEDNÍCH 30 LET

- Dohodnuté zvýšení mezd (celková mzda)
- Požadavek odborové organizace Rengo



SOUHRNNÝ ČISTÝ PŘÍJEM PODNIKŮ TOPIX* A POČET OZNÁMENÍ O ZPĚTNÉM ODKUPU AKCIÍ

- Čistý zisk v bilionech JPY (levá osa)
- Souhrnný počet plánovaných zpětných odkupů během výsledkové sezony (pravá osa)



* Na základě podniků TOPIX s hospodářským rokem končícím v březnu. Zpětné odkupy akcií v období od 1. dubna do 15. května každého roku.

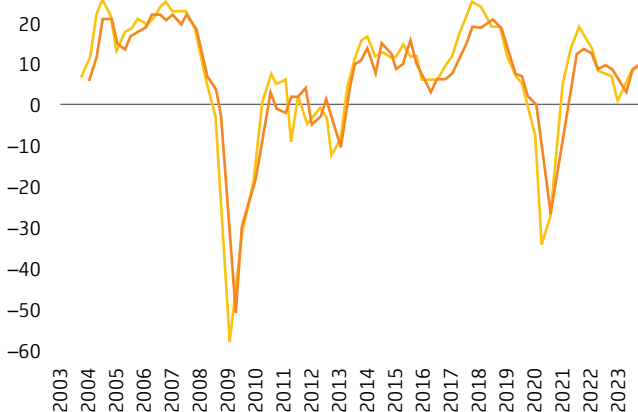
Zdroj: Rengo, World Gold Council, BoFA Global Research, QUICK, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Zářijový průzkum Tankan japonské centrální banky vzhledem ke zlepšující se náladě podniků a silnému apetitu po investičních výdajích potvrdil příznivější podnikatelské klima.

3. JAPONSKO: ZLEPŠENÍ NĀLADY PODNIKŮ

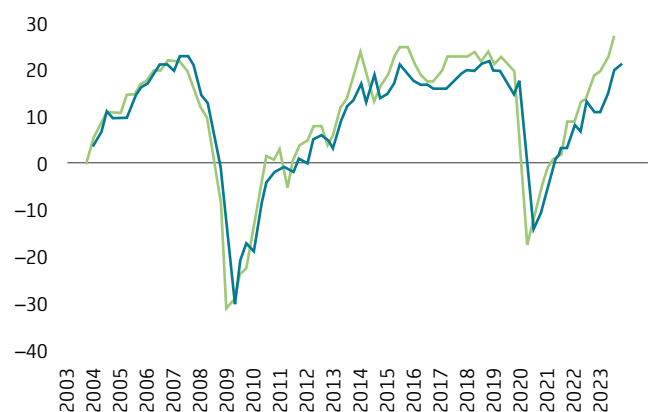
NĀLADA VÝROBNÍCH PODNIKŮ SE ZLEPŠUJE JIŽ DRUHÉ ČTVRTLETÍ V ŘADĚ

- Stav podniků DI
- Výhled DI



NĀLADA NEVÝROBNÍCH PODNIKŮ SE ZLEPŠUJE JIŽ ŠESTÉ ČTVRTLETÍ V ŘADĚ

- Stav podniků DI
- Výhled DI



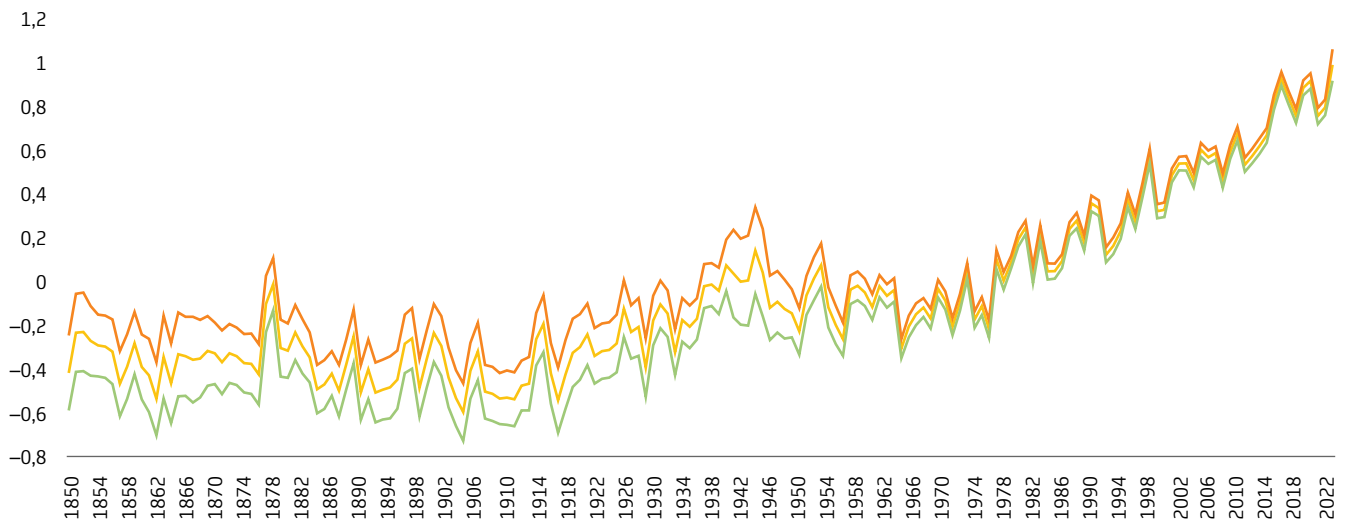
Zdroj: Průzkum Tankan japonské centrální banky, BoFA Global Research, září 2023

III. ZMĚNA KLIMATU

Změna klimatu je výzvou nebývalých rozměrů a vyžaduje koordinované úsilí na celosvětové úrovni. Způsobuje extrémní výkyvy počasí, stoupání hladiny moří a změny ekosystémů. Podle studií z roku 2023 bude rok 2023 pravděpodobně nejteplejším rokem od počátku měření (viz graf 4). Změnu klimatu způsobuje řada faktorů, včetně emisí skleníkových plynů z lidské činnosti, jako je spalování fosilních paliv, odlesňování a zemědělství. Pochopení těchto příčin a boj proti změně klimatu vyžadují všestranná řešení v rámci komplexní mezinárodní spolupráce, neboť změna klimatu je úzce spojena s dalšími globálními problémy, jako je chudoba, potravinová bezpečnost a zdraví. Dopady změny klimatu jsou nerovnoměrně rozloženy, přičemž obzvláště zranitelné regiony a komunity jsou zasaženy více. To vede k sociální nerovnosti a nespravedlnosti (viz také megatrend „Nerovnost“).

4. 2023 – NEJTEPLEJŠÍ ROK OD POČÁTKU MĚŘENÍ

- Globální průměrná teplotní anomálie oproti období 1961–1990 (°C)
- Horní hranice roční teplotní anomálie (95% interval spolehlivosti)
- Dolní hranice roční teplotní anomálie (95% interval spolehlivosti)



Poznámka: Šedé čáry představují horní a dolní hranici 95% intervalu spolehlivosti.

Zdroj: Our World in Data, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Přechod na obnovitelné zdroje energie vytváří zároveň nová hospodářská odvětví a pracovní místa a může nabídnout značné investiční příležitosti. Potřeba inovativních řešení totiž vyžaduje zvýšené úsilí v oblasti výzkumu a vývoje. Investice do zelených technologií (jako jsou solární a větrná energie a hydroenergie) mohou pomoci snížit závislost na fosilních palivech a urychlit přechod na nízkouhlíkové hospodářství. Investice do společností, které nabízejí produkty a služby zvyšující energetickou účinnost, se proto mohou dlouhodobě vyplatit. S rostoucím zájmem o elektromobily se zvyšují i investiční příležitosti v oblasti elektromobility. Kromě toho budou pravděpodobně nabývat na významu investice do infrastruktury, technologií a služeb pro přizpůsobení se účinkům změny klimatu, stejně jako investice do řešení pro vyřešení problému nedostatku vody a jejího znečištění.

IV. TECHNOLOGICKÉ INOVACE

Technologické inovace nevnikají a nevyvíjejí se lineárně. Většinou začínají pomalu, ale jakmile se aktivují mechanismy zpětné vazby, které umožňují extrémně rychlé a neočekávané změny, rychle postupují po exponenciální trajektorii. Důsledky tohoto procesu, který začíná sblížením technologií, se přelévají nejen do všech odvětví hospodářství, ale i do celé společnosti.

Například od uvedení chytrého telefonu na trh v roce 2007 dosáhl jeho prodej za pouhých deset let jednoho bilionu USD a jeho penetrace je více než 80 % trhu. Zavádění chytrých telefonů nebylo lineární a probíhalo podle S-křivky, která již byla pozorována u mnoha jiných inovativních technologií v minulosti: zpočátku pomalé tempo s rozšířením na trhu o 1–2 %, které se však exponenciálně zrychluje, až dosáhne penetrace kolem 80 %, což je bod, od kterého začíná fáze zmírnění růstu a nasycení trhu. Tento jev však provází ještě něco hlubšího (nelineárního): nová technologie ovlivňuje nejen odvětví, z něhož pochází, ale i další odvětví, ekonomiku jako celek a celou společnost. Je to proto, že existuje množství vzájemných vazeb, nových i starých, aktivovaných před příchodem inovací i po nich. Stručně řečeno vzniká síť, jejíž velikost rychle roste, až ovlivňuje všechny aspekty našeho každodenního života.

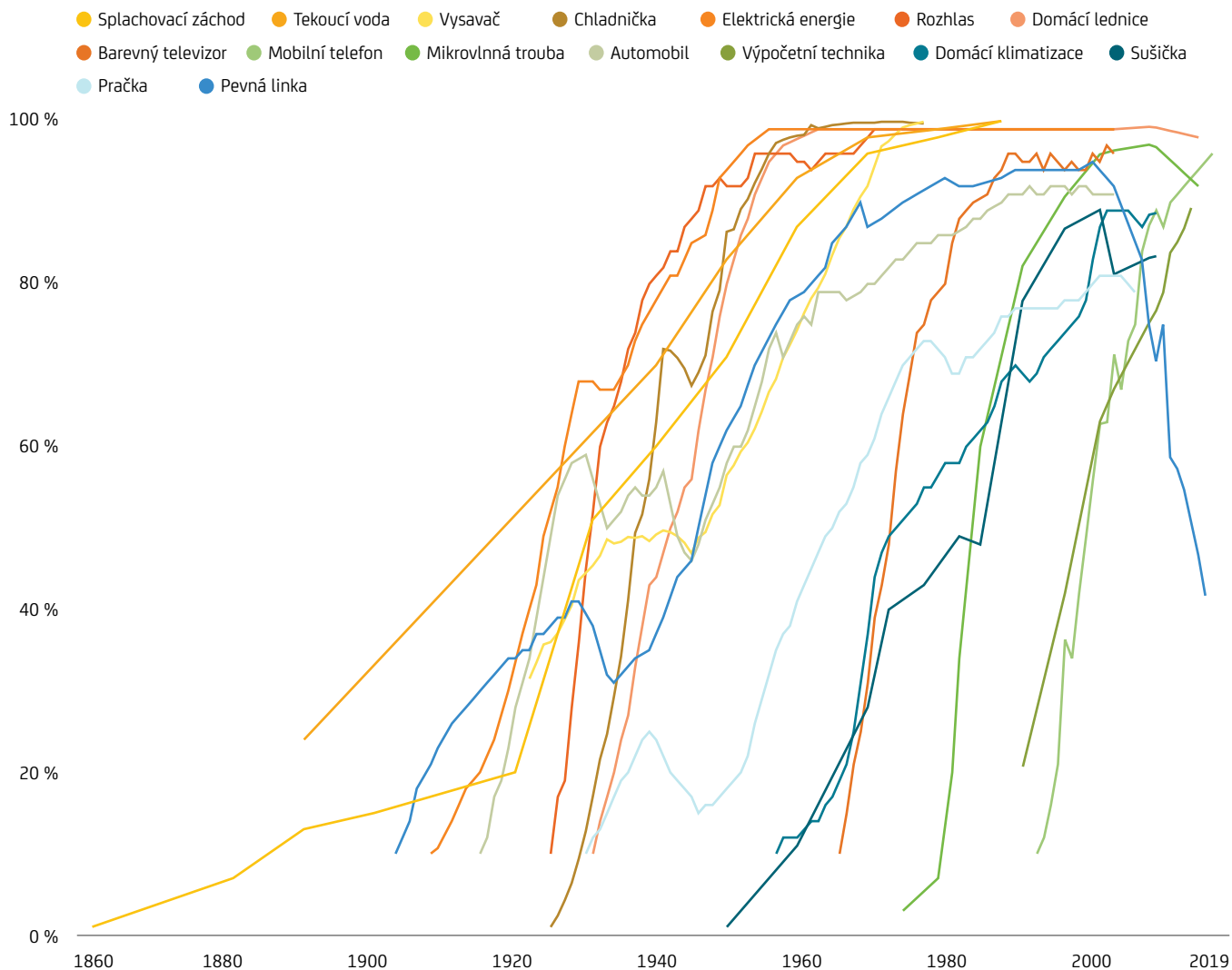
Pochopení těchto vzájemných vazeb existujících před a po nástupu nové technologie je nesmírně důležité pro pochopení inovačního procesu. Když zůstaneme u příkladu chytrého telefonu, proč se iPhone objevil v roce 2007? Proč ne v roce 2005 nebo 2009? Důvodem je skutečnost, že byl vytvořen s použitím řady základních technologií z různých odvětví, z nichž každá musela být vyvinuta do té míry, aby bylo možné vyrobit chytrý telefon za 600 amerických dolarů. Náklady a vlastnosti (velikost, hmotnost, spolehlivost, funkčnost) těchto jednotlivých technologií musely dosáhnout takové úrovně, aby jejich spojením (technologickou konvergencí) vznikl dostatečně dobrý výrobek, který by uspokojil přání spotřebitelů a byl pro ně cenově dostupný. Na druhou stranu chytrý telefon vytvořil obrovské množství možností, které dalece přesahují úzké hranice trhu s mobilními telefony. Samotný internet se přesunul z osobních počítačů do chytrých telefonů.

Zcela se proměnila nejrůznější odvětví od hudby, financí, informačního průmyslu, restaurací, vzdělávání až po cestování.

Chytré telefony téměř zcela nahradily fotoaparáty. Totéž lze říct o přehrávačích MP3, navigacích GPS a herních konzolích. Společenský život se změnil, protože chytrý telefon revolučně změnil způsob komunikace, navazování přátelství a hledání práce. A trh taxi služeb v mnoha zemích, často chráněný starými předpisy a licencemi, se nedokázal chránit jinak než tím, že se sám transformoval.

Tento řetězec složitých příčinných souvislostí ještě není u konce. Naopak, technologická konvergence chytrých telefonů, cloudu a umělé inteligence povede k ještě větším změnám (a věříme, že k lepšímu) v průmyslových odvětvích, sektorech a společenském životě, což bude mít pravděpodobně politické a finanční důsledky.

5. PODÍL DOMÁCNOSTÍ V USA VYUŽÍVAJÍCÍCH KONKRÉTNÍ TECHNOLOGIE

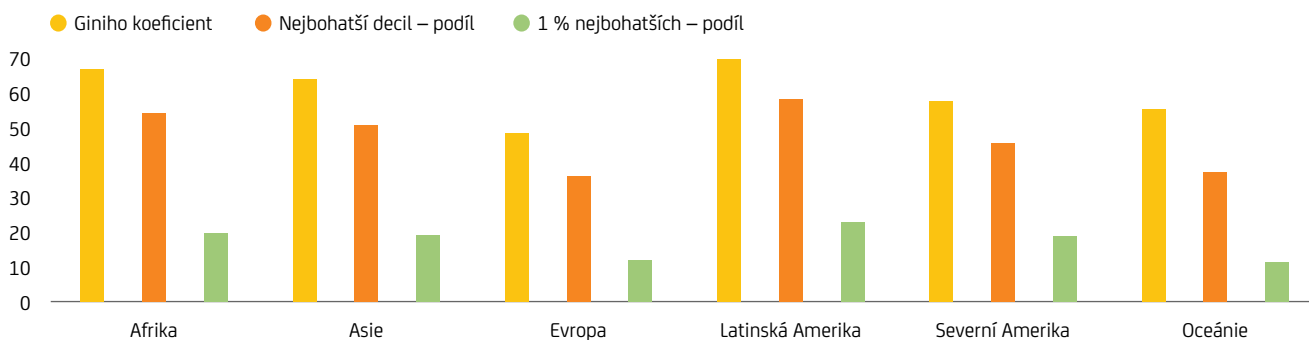


Zdroj: Our World in Data, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

V. NEROVNOST

Nerovnosti mezi sociálními skupinami, například v rozdělení příjmů, ať už z důvodu rozdílného věku, pohlaví, rasy, etnického původu, migračního statusu nebo zdravotního postižení, jsou rozšířené jak v průmyslových, tak v rozvojových zemích. Podle OSN žije více než 70 % světové populace v zemích, kde se v posledních třech desetiletích zvýšila příjmová nerovnost. To je způsobeno řadou faktorů, včetně historických, ekonomických, sociálních a politických příčin. Giniho koeficient (popř. Giniho index) udává míru nerovnosti v rozdělení příjmů, např. v dané zemi nebo regionu, podle příjmu domácnosti na hlavu (viz graf 6). Je zřejmé, že příjmová nerovnost se neomezuje pouze na určitou zemi nebo region.

6. GINIHO INDEX: PŘÍJMOVÁ NEROVNOST SE V JEDNOTLIVÝCH REGIONECH LIŠÍ



Poznámka: Jsou zobrazeny údaje za rok 2021. Giniho koeficient je měřítkem relativní koncentrace nebo nerovnosti a může nabývat hodnot od nuly až po jedničku (Giniho koeficient) nebo na stupnici od 0 do 100 (Giniho index). Výpočet Giniho koeficientu vychází z tzv. Lorenzovy křivky. V případě rovnoměrného rozdělení má Giniho koeficient nulovou hodnotu a v případě koncentrace celkového příjmu pouze u jedné osoby má hodnotu 1. Obecně jsou země s Giniho koeficientem od 0,50 do 0,70 (Giniho index od 50 do 70) označovány jako země s velmi nerovnými příjmy a země s Giniho koeficientem od 0,20 do 0,35 (Giniho index od 20 do 35) jako země s relativně rovnými příjmy.

Zdroj: Our World in Data, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

V hospodářském kontextu nabývá podpora rozmanitosti, rovnosti a začleňování stále většího významu, neboť je dnes nesporné, že podniky, které se aktivně nezaměřují na rovnost a rozmanitost, ztrácejí rozhodující konkurenční výhody, zejména v době rostoucího nedostatku kvalifikované pracovní síly. Tyto podniky se vystavují riziku, že prohrají celosvětovou soutěž o talenty a budou na trhu zaostávat. Jinými slovy, nerovnost a nedostatečná rozmanitost představují pro podniky finanční riziko. Řešení těchto problémů v sobě zároveň skrývá obrovský potenciál růstu. Investice do podniků nebo projektů, které pomáhají bojovat proti nerovnosti nebo využívají tento trend, mohou proto nabídnout jak potenciálně finančně atraktivní výnosy, tak pozitivní sociální dopad.

VI. ZDRAVÝ ŽIVOTNÍ STYL

Důraz na zdravý životní styl se postupně zvyšoval a s příchodem pandemie došlo k zásadní změně ve vnímání a upřednostňování individuální tělesné a duševní pohody a kvality života. Zdravotní krize působila jako katalyzátor, díky kterému se prosazují zdravější návyky. Projevuje se to zájmem o výživné potraviny a cvičení doma, jakož i větším důrazem na duševní zdraví. Tento trend odráží kolektivní povědomí a odhodlání, že investice do zdraví jsou pro udržitelnou budoucnost nezbytné, a zvyšuje ochotu spotřebitelů nakupovat související výrobky a služby. Stárnutí populace a vysoká poptávka po kvalitní péči vedly zároveň ke zvýšení nákladů na zdravotní péči a přiměly vlády k zásahům, které podpořily hledání inovativních řešení v nejdůležitějších pododvětvích, jako je péče o diabetiky, kardiologie a ortopedie.

Tento nový scénář klade důraz na přechod od léčby k prevenci a tato filozofie vedla k vývoji revolučního léku zaměřeného na řešení jednoho z hlavních nepřátel zdravotnického systému: obezity.

Obezita byla v minulosti považována za problém ve vyspělých zemích způsobený fyzickou a cenovou dostupností vysoce energeticky náročných potravin. Rychlá urbanizace a rostoucí příjmy na obyvatele však vedly ke zvýšení spotřeby kalorií i v rozvíjejících se zemích, které podle odhadů v příštím desetiletí významně přispějí k rozšíření problému obezity. Navzdory snahám o větší informovanost jednotlivců se očekává, že celosvětová úroveň obezity poroste: zatímco v roce 2023 podle zprávy World Obesity Atlas trpí obezitou přibližně miliarda lidí na celém světě, v roce 2035 bude obezitou postiženo 51 % světové populace ve všech světových makroregionech.

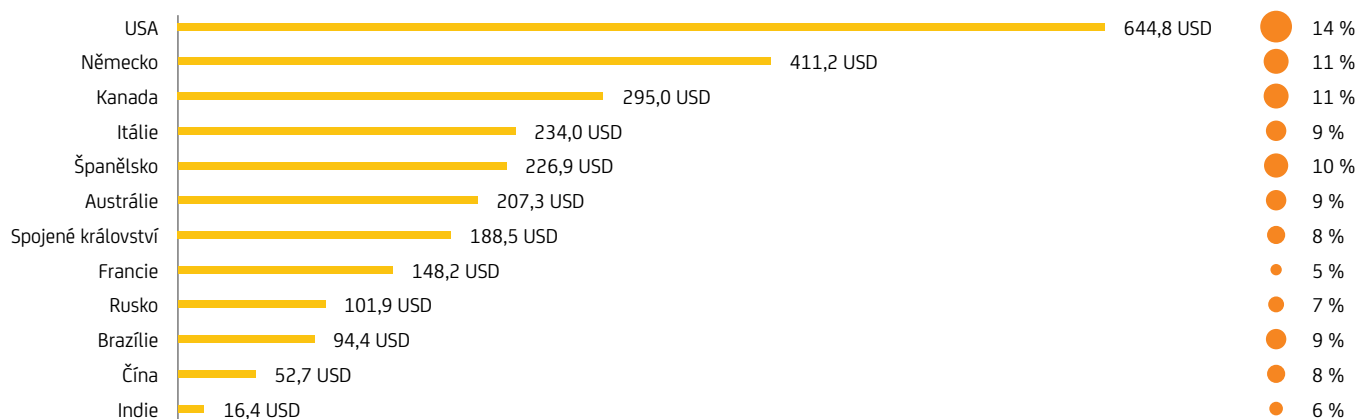
Tento trend vytváří rostoucí tlak na výdaje na zdravotní péči v rámci státních rozpočtů a činí z vývoje účinnějších léčebných postupů prioritou v celosvětovém měřítku. Náklady na zdravotní péči představují v zemích OECD již 10 % HDP, z čehož 3 % souhrnně připadají na obezitu, avšak s různým, ale významným dopadem ve všech zemích, přičemž největší zátěž nesou Spojené státy (viz graf 7).

7. KDE OBEZITA PŘEDSTAVUJE NEJVĚTŠÍ ZÁTĚŽ PRO ZDRAVOTNICTVÍ

Průměrné roční výdaje na zdravotní péči na obyvatele v důsledku obezity v letech 2020–2025

● Výdaje na obyvatele

● % celkových výdajů na zdravotnictví



Zdroj: Statista, Where Obesity Places The Biggest Burden On Healthcare, <https://www.statista.com/chart/19621/annual-health-expenditure-per-capita-due-to-obesity>, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Nové potřeby proto přiměly některé z hlavních výrobců inzulínu, aby se vydali za hranice tradiční léčby diabetu a vyvinuli nový lék na hubnutí, semaglutid. Důvodem této iniciativy je vysoká souvislost mezi obezitou a vznikem cukrovky a 200 dalších závažných komplikací, včetně kardiovaskulárních onemocnění a různých typů rakoviny. Semaglutid podporuje úbytek přibližně 20 % výchozí tělesné hmotnosti, čímž snižuje rizikové faktory pro pacienta a nabízí možnost významného snížení nákladů pro systémy zdravotní péče, přičemž jen v USA se odhadují úspory ve výši přibližně 170 mld. USD ročně. Navíc má tento přípravek řadu nepřímých dopadů (např. zvýšení produktivity), které dále přispívají ke snížení ekonomické zátěže.

Úspěch tohoto léku, který ještě umocňují výsledky nedávného výzkumu, podle nichž semaglutid vede ke snížení rizika srdečního infarktu, mrtvice nebo úmrtí na kardiovaskulární onemocnění o 20 %, a stále rostoucí míra obezity způsobují, že poptávka po lécích na hubnutí se v dohledné době pravděpodobně nezmění. To vytváří zajímavé investiční příležitosti, neboť se očekává, že celosvětový trh s léky proti obezitě dosáhne do roku 2030 hodnoty 100 miliard USD a poroste rychleji než HDP a průměr trhu.

VII. INFRASTRUKTURA 2.0

Zatímco v roce 2023 byly investice do infrastruktury vzhledem k tomu, že jejich postavení připomíná postavení veřejných služeb na trhu, znevýhodněny růstem sazeb, v roce 2024 očekáváme obrát vzhledem k předpokládanému uvolnění úrokových sazeb ze strany hlavních centrálních bank, ke kterému by mělo dojít přibližně v květnu až červnu.

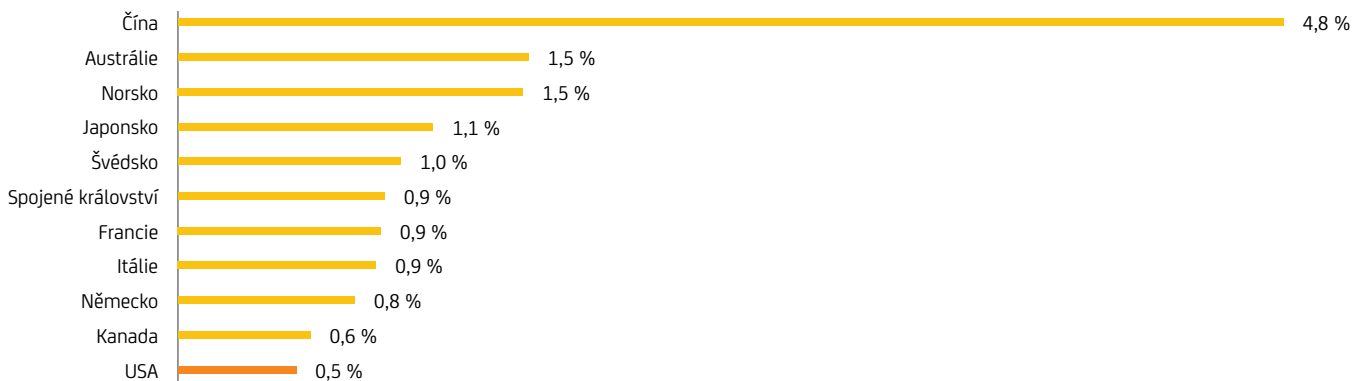
Dále připomínáme dlouhodobý význam investic do oblasti Infrastruktura 2.0. Jde o „metatrend“, tj. růst v této oblasti ovlivňuje růst v dalších odvětvích, jako jsou technologie (např. širokopásmová infrastruktura), ochrana klimatu (doprava s nízkým dopadem na životní prostředí, elektrické sítě atd.), vzdělávání a zdravotnictví (výstavba veřejných škol a nemocnic).

Zpráva OSN o cílech udržitelného rozvoje zdůrazňuje význam odolné infrastruktury. Ekonomiky s diverzifikovaným průmyslem a silnou infrastrukturou (např. doprava, internetové připojení a veřejné služby) utrpěly menší škody způsobené pandemií a rychleji se zotavují.

V USA navíc vláda realizuje největší federální výdaje na infrastrukturu za poslední desetiletí, které do roku 2029 dosáhnou 1,2 bil. USD. Obnova velmi zastaralého systému infrastruktury v USA zahrnuje nejen silnice, mosty, přístavy, letiště, hromadnou dopravu a železnice, ale také vysokorychlostní internet, elektrickou síť a zásobování vodou, jakož i investice do ochrany klimatu.

8. USA INVESTUJÍ DO DOPRAVY MÉNĚ NEŽ OSTATNÍ VYSPĚLÉ ZEMĚ A ČÍNA

Roční investice do vnitrozemské infrastruktury jako procento HDP, vybrané země

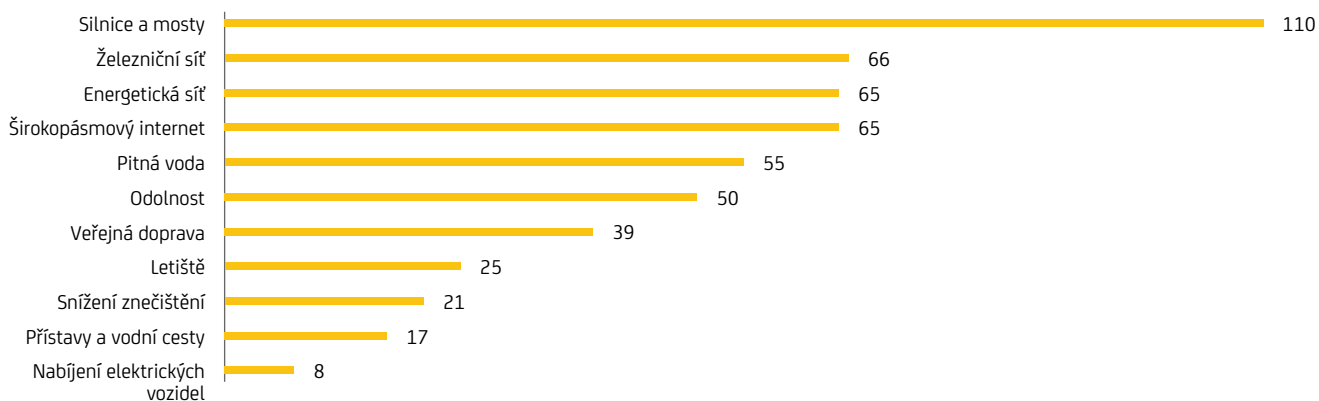


Poznámka: Údaje jsou z roku 2021 nebo z posledního roku, za který jsou údaje dostupné. Vnitrozemská infrastruktura zahrnuje silnice, železnice, vnitrozemské vodní cesty, námořní přístavy a letiště. Jsou zahrnuty všechny zdroje financování.

Zdroj: Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj

9. CO JE FINANCOVÁNO NA ZÁKLADĚ DVOUSTRANICKÉHO ZÁKONA O INFRASTRUKTUŘE?

Nové financování uvedené v zákoně o investicích do infrastruktury a zaměstnanosti (Infrastructure Investment and Jobs Act). Údaje v mld. USD.



Poznámka: Projekty „odolnosti“ zahrnují kybernetickou bezpečnost a iniciativy na zmírnění změny klimatu.

Zdroj: The State of U.S. Infrastructure, Council on Foreign Relations

Makroekonomická situace a trhy

Výhled růstu: Měkké přistání světové ekonomiky

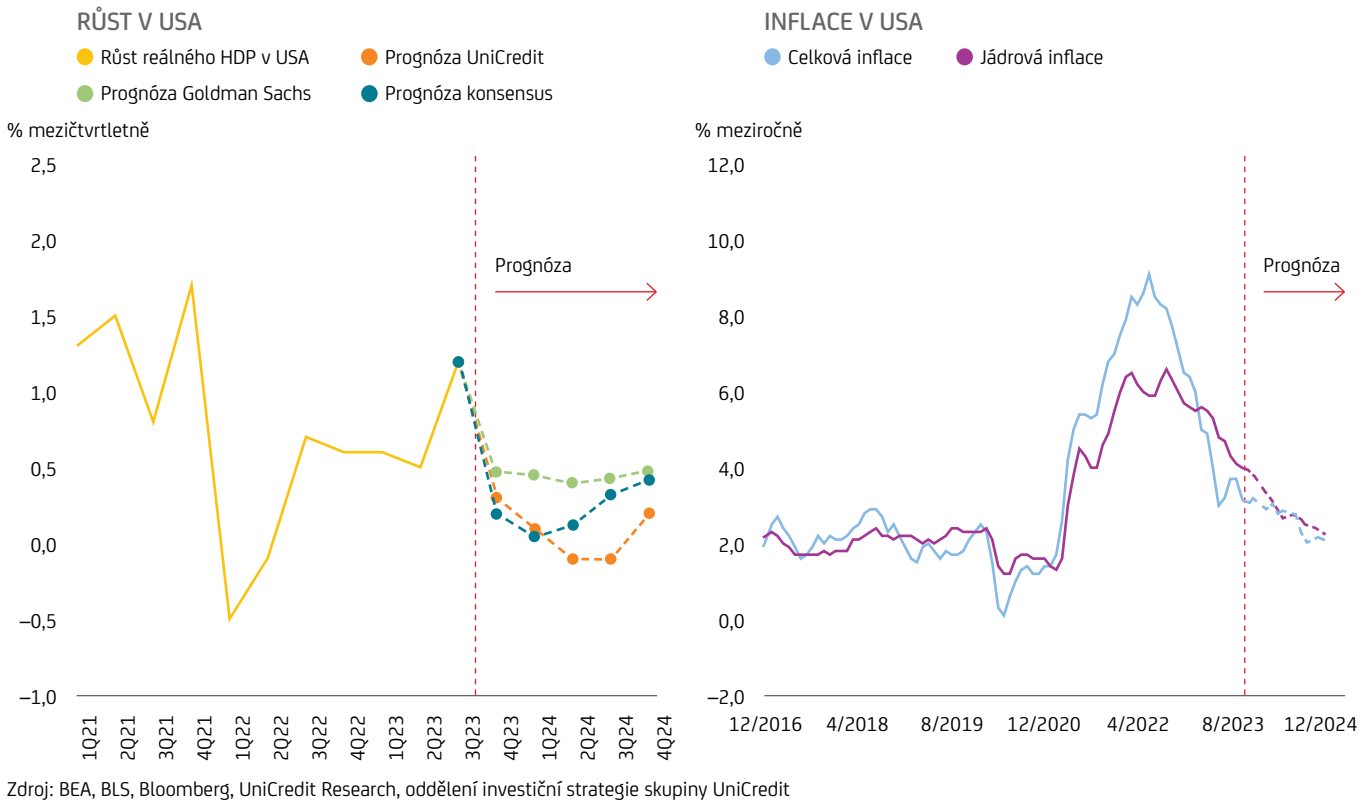
Růst světové ekonomiky v příštím roce pravděpodobně dále zpomalí z letošních 3,0 % na 2,7 %, protože zvyšování úrokových sazeb ze strany centrálních bank se postupně promítá do ekonomiky a zároveň mizí důležité podpůrné faktory přispívající k růstu. Například přebytek úspor soukromých domácností byl v eurozóně z velké části vyčerpán a výrazně se snížil i v USA. Fiskální politika bude pravděpodobně také méně podpůrná než v loňském roce. V Číně bude vzhledem k deflačnímu trhu nemovitostí a zhoršujícímu se demografickému vývoji pravděpodobně ještě nějakou dobu přetrvávat hospodářská slabost. Přesto se domníváme, že tvrdé přistání světové ekonomiky je nepravděpodobné. Rozvahy domácností v soukromém sektoru zůstávají poměrně solidní, očekávaný nárůst nezaměstnanosti bude pravděpodobně mírnější než v předchozích obdobích poklesu a v globálním obchodě pozorujeme první známky možného dosažení dna. Existují však i rizika nepříznivého vývoje. Kromě napjaté globální geopolitické situace (blízkovýchodní konflikt, rusko-ukrajinský konflikt a napětí mezi Čínou a USA) zůstává nejasné, do jaké míry se v ekonomice projeví zpožděné účinky agresivního zpříšňování měnové politiky, které se odehrávalo v posledním roce a půl.

SPOJENÉ STÁTY ČEKÁ ZPOMALENÍ, ALE KE KONCI ROKU 2024 SE RŮST PRAVDĚPODOBNĚ ZLEPŠÍ

V USA očekáváme, že hrubý domácí produkt (HDP) v roce 2024 a následně v roce 2025 poroste o 1,0 % poté, co v letošním roce jeho růst činil 2,4 %. Mezičtvrtletní růst bude v příštím roce pravděpodobně do značné míry stagnovat a zotaví se až v roce 2025, i když i pak zůstane pod dlouhodobým růstovým trendem. Zpomalení v příštím roce bude pravděpodobně způsobeno především nižší rezervou v podobě přebytečných úspor a opožděnými účinky zpříšňování měnové politiky. Je také nepravděpodobné, že by podpůrné impulzy poskytla fiskální politika. Pokud jde o inflaci, očekáváme, že do konce roku 2024 klesne na úroveň kolem 2 % a o jedno až dvě čtvrtletí později se na tuto úroveň dostane i jádrová inflace. Jádrou inflaci udržuje tvrději na vysoké úrovni zejména inflace v sektoru služeb. Očekává se však další pokrok, pokud jde o dezinflaci v sektoru bydlení (kde nové pronájmy ukazují na výraznou dezinflaci oficiálního průměrného nájemného) a inflaci ve službách mimo sektor bydlení. Ta bude pravděpodobně způsobena zejména dalším oslabením trhu práce.

Pokud jde o měnovou politiku, neočekáváme, že by Federální rezervní systém (Fed) dále zvyšoval úrokové sazby. Dalším krokem v oblasti úrokových sazeb bude pravděpodobně jejich snížení. Vzhledem k aktuálně silné ekonomice však neočekáváme první snížení sazeb dříve než v červnu 2024. Než Fed trvale sníží úrokové sazby, pravděpodobně se ujistí, že jádrová inflace trvale klesá a trh práce nadále oslabuje. Vzhledem k časovému zpoždění dopadu měnové politiky by za normálních okolností musel Fed jednat mnohem dříve, než inflace dosáhne 2 %. Fed však uvedl, že bude přikládat větší váhu spíše skutečným ekonomickým údajům než prognostickým modelům. Očekáváme snížení sazeb o 25 bazických bodů na každém zasedání od června do prosince 2024 a následně snižování na každém druhém zasedání až do roku 2025. To by znamenalo, že cílové rozpětí klíčové úrokové sazby by do konce roku 2025 činilo 3,00 % až 3,25 %.

10. AMERICKÁ EKONOMIKA OSLABUJE, INFLACE NADÁLE KLESÁ



Dalším důležitým tématem pro finanční trhy v roce 2024 bude volba amerického prezidenta. Uskuteční se 5. listopadu 2024, stejně jako volba všech členů sněmovny reprezentantů a volba 33 ze 100 senátorů. Zatímco Demokratická strana podporuje jako svého kandidáta současného prezidenta Joea Bidena, Republikánská strana v období od ledna do června uspořádá primárky. Pokud se nevyskytnou žádné právní překážky kvůli probíhajícím soudním sporům, je pravděpodobné, že se kandidátem Republikánské strany stane bývalý americký prezident Donald Trump. Ačkoli je ještě příliš brzy na to, aby bylo možné dělat nějaké smysluplné prognózy ohledně možného vítěze, celostátní průzkumy veřejného mínění v současné době ukazují na těsný náskok Donalda Trumpa před současným prezidentem Joem Bidenem. U voleb do kongresu panuje rovněž vysoká míra nejistoty. Jejich výsledky však budou mít pravděpodobně zásadní význam pro to, jak velkou část programu nového prezidenta se podaří uskutečnit. Demokraté mají v současnosti v senátu většinu 51 ku 49 hlasům, zatímco republikáni těsně ovládají sněmovnu reprezentantů. Poslední průzkumy veřejného mínění naznačují, že rozdělení kongresu je velmi pravděpodobné, přičemž senát připadne republikánům a sněmovna reprezentantů demokratům.

EUROZÓNA V PRŮBĚHU ROKU 2024 PRAVDĚPODOBNĚ PŘEKONÁ STAGNACI

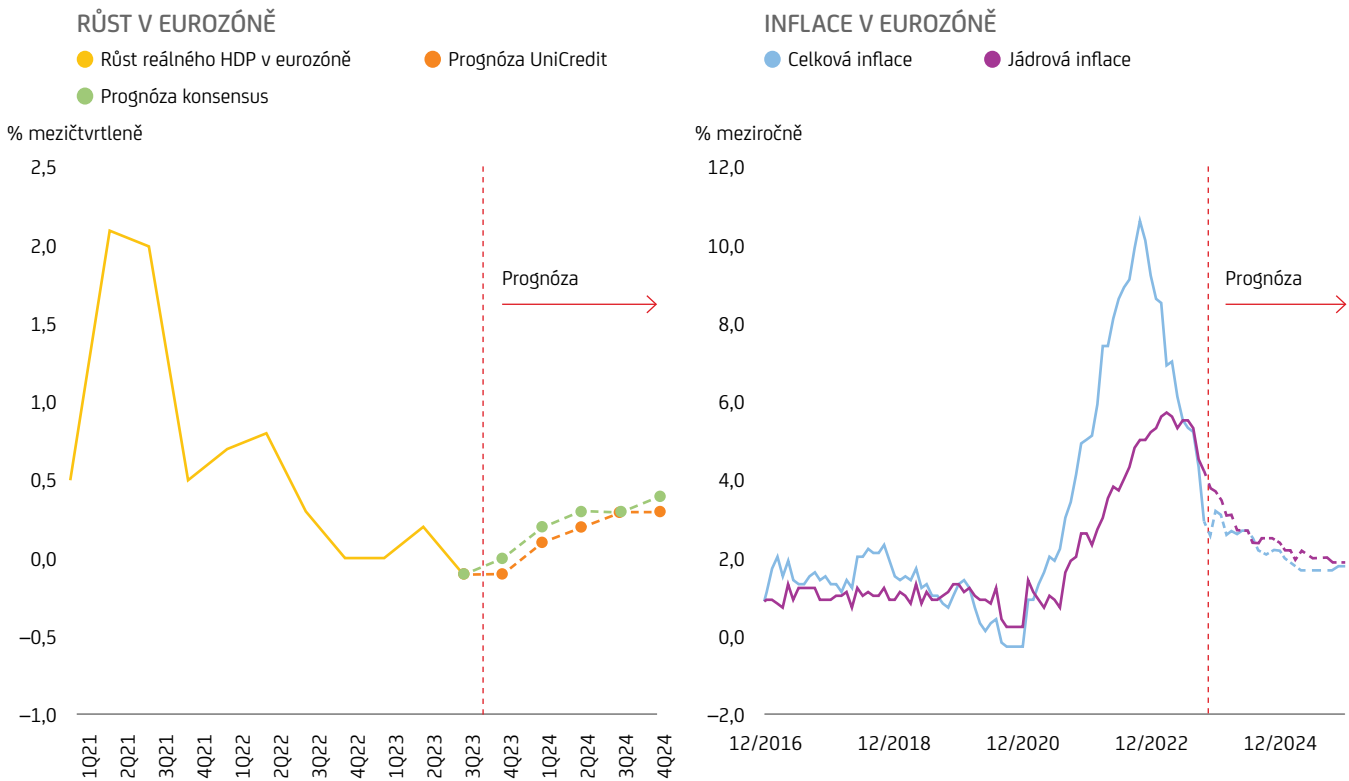
Očekáváme, že ekonomika eurozóny poroste v příštím roce o 0,5 %, tedy stejným tempem jako v roce 2023, zatímco zkoumané ukazatele naznačují, že HDP bude ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku stagnovat nebo mírně klesat. Lze předpokládat, že tyto negativní faktory budou přetrvávat i v roce 2024, neboť Evropská centrální banka (ECB) bude (přínejmenším v první polovině roku) pokračovat ve své restriktivní měnové politice, zatímco přebytky úspor soukromých domácností jsou již z velké části vyčerpány. Fiskální politika bude pravděpodobně také méně expanzivní než v předchozích letech, což bude mít dopad na spotřebu. Podpůrný vliv by však měla mít dezinflace a možné oživení světového obchodu. Očekáváme, že růst v eurozóně v roce 2025 opět zrychlí na 1,2 %. Inflace v eurozóně v posledních měsících dále oslabila ve všech cenových kategoriích. Největší vliv na zpomalení inflace (bez složky cen energií) měly ceny základního spotřebního zboží a potravin. Také ceny služeb se vyvíjejí správným směrem, i když v důsledku zvyšování mezd v tomto sektoru se budou měnit jen pomalu. Očekáváme, že do konce roku 2024 by se celková inflace měla přiblížit hranici 2 % a v roce 2025 pod ni klesne. Jádrová inflace bude pravděpodobně slábnout pomaleji a v roce 2025 dosáhne přibližně pouze 2 %.

Vzhledem k utlumenému růstu a šířící se dezinflaci je velmi pravděpodobné, že ECB dosáhla vrcholu úrokových sazeb. Ke snižování sazeb by proto měla přistoupit v příštím roce, až bude jasné, že růst mezd se dostal do trvalého klesajícího trendu, který je slučitelný s jejím dvouprocentním inflačním cílem.

Polovina roku 2024 se zdá být nejbližším možným termínem, kdy by ECB mohla zahájit obrat ve vývoji úrokových sazeb. Je pravděpodobné, že bude v cyklu uvolňování pokračovat jen postupně, neboť existuje velká nejistota ohledně toho, jak vysoká úroveň úrokových sazeb je s převážně **neutrálním postojem**³ slučitelná. Očekáváme čtvrtletní snižování úrokových sazeb ze strany ECB o 25 bazických bodů, což by vedlo ke snížení depozitní sazby na 3,25 % do konce roku 2024 a na 2,25 % do konce roku 2025.

³ Neutrálním postojem je takový stupeň orientace měnové politiky, který je slučitelný s neutrální úrokovou sazbou. Neutrální úroková sazba nestimuluje, ani neoslabuje hospodářskou aktivitu a inflaci v dané zemi.

11. EKONOMIKA EUROZÓNY V ROCE 2024 PRAVDĚPODOBNĚ OPĚT ZRYCHLÍ, TREND DEZINFLACE POKRAČUJE



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

ČÍNA: STRUKTURÁLNÍ FAKTORY NEGATIVNĚ OVLIVŇUJÍ VÝHLED RŮSTU

V Číně očekáváme zpomalení růstu HDP na 4,5 % v roce 2024 a na 4,3 % v roce 2025 s tím, že v letošním roce je růst kolem 5,2 %. Ačkoli to znamená, že Čína v letošním roce dosáhne svého cíle růstu stanoveného na 5 %, hospodářské oživení po zrušení všech omezení souvisejících s pandemií bylo podstatně méně dynamické, než mnozí očekávali. Jedním z důvodů je neochota čínských spotřebitelů, jejichž důvěra klesla na nejnižší úroveň od roku 1991. To vytváří tlak na spotřebu a očekává se, že tento vývoj bude pokračovat i v roce 2024.

Na náladu spotřebitelů negativně působí několik faktorů. Zprvč čínská vláda neoznámila žádné komplexní fiskální pobídky na podporu soukromé spotřeby. Kromě toho je přibližně 70 % majetku čínských domácností vázáno v nemovitostech, což znamená, že klesající hodnota nemovitostí má negativní dopad na bohatství čínských domácností. Na důvěru spotřebitelů nepříznivě působí také rostoucí regulace v oblasti nemovitostí, vzdělávání a technologií. Vzhledem k historicky vysoké míře nezaměstnanosti mladých lidí zasáhl hospodářský pokles zejména mladou generaci, která má vysoký sklon ke spotřebě. V důsledku toho bude hospodářské oživení v Číně pravděpodobně méně dynamické, než tomu často bylo v minulosti.

Zásadní zpomalení růstu bude pravděpodobně pokračovat i v nadcházejících letech, neboť Čína stále transformuje svůj desetiletí trvající model růstu zaměřený na vývoz. Významná fiskální stimulační opatření vlády k posílení růstu jsou v současné době v nedohlednu. Kromě toho se Čína zabývá snižováním obrovské nadbytečné kapacity v sektoru nemovitostí, což znamená, že velké záchranné balíčky jsou nepravděpodobné, i když vláda nadále uvolňuje podmínky likvidity pro developery, aby snížila potenciální riziko, že se problémy rozšíří. A konečně, současná krize důvěry je částečně způsobena dalšími strukturálními faktory (např. nedostatečně rozvinutou sítí sociálního zabezpečení a důchodovým systémem), které je třeba zlepšit prostřednictvím strukturálních reforem.

PŘEHLED FINANČNÍCH TRHŮ V ROCE 2023: RŮST (V NĚKTERÝCH PŘÍPADECH VÝRAZNÝ) VE VĚTŠINĚ TRÍD AKTIV

Přestože finanční trhy byly v roce 2023 nadále ovlivňovány různými rizikovými scénáři, po loňské prudké korekci došlo letos k výraznému oživení, protože investoři začali reinvestovat přebytečné volné finanční prostředky.

Po dvou po sobě jdoucích letech záporné výkonnosti dokázala letos velká část portfolia dluhopisů s pevným výnosem dosáhnout kladných výnosů, a to i přesto, že hlavní západní centrální banky v roce 2023 nadále výrazně zpřísňovaly svou měnovou politiku s cílem stabilizovat inflační očekávání. Účastníci trhu dlouho podceňovali trvale restriktivní měnovou politiku většiny centrálních bank, což způsobilo, že výnosy dluhopisů na počátku čtvrtého čtvrtletí dočasně vzrostly na dlouhodobě rekordní hodnoty (viz graf 12). Již několik týdnů však opět převažují očekávání snížení úrokových sazeb, což způsobuje pokles výnosů.

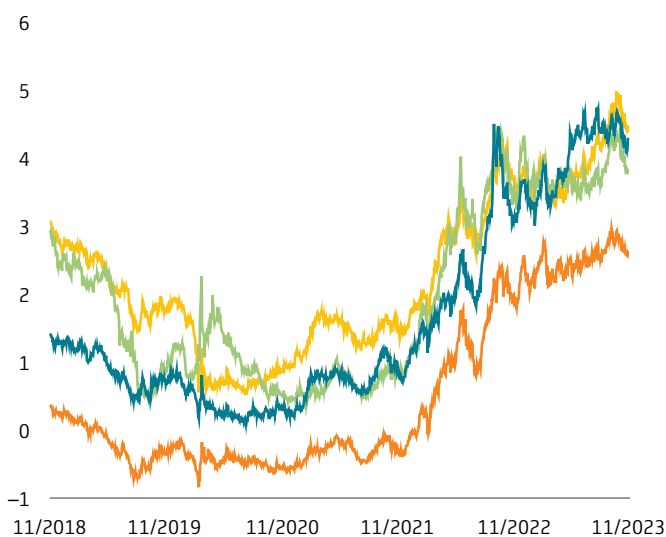
Přestože výkonnost akcií byla v roce 2023 velmi kolísavá a dočasně dosahovala dvouciferných ztrát, dokázala nakonec především potěšit. Turbulence v americkém regionálním bankovním sektoru a krize společnosti Credit Suisse vedly na jaře zpočátku k výrazným ztrátám hodnoty. K překonání výkonnosti amerických akcií za celý rok přispěla především sedmička největších technologických společností (tzv. „Magnificent Seven“⁴) – silná medializace tématu umělé inteligence výrazně přispěla ke zvýšení ceny akcií technologických společností. Výkonnost širokého trhu (v USA) však byla celkově méně působivá. Akcie rozvíjejících se trhů naopak zaostávaly za evropskými akciemi v důsledku dočasného výprodeje čínských akcií. Japonské akcie pozitivně překvapily a jsou na vzestupu. Většina akciových indexů nakonec pravděpodobně zakončí rok nárůstem, který je v některých případech dvouciferný (viz graf 12).

⁴ Magnificent Seven (doslova „velkolepá sedmička“) zahrnuje sedm největších amerických technologických společností Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia a Tesla.

12. 2023 – ROK OŽIVENÍ, ZEJMÉNA NA AKCIOVÝCH TRZÍCH

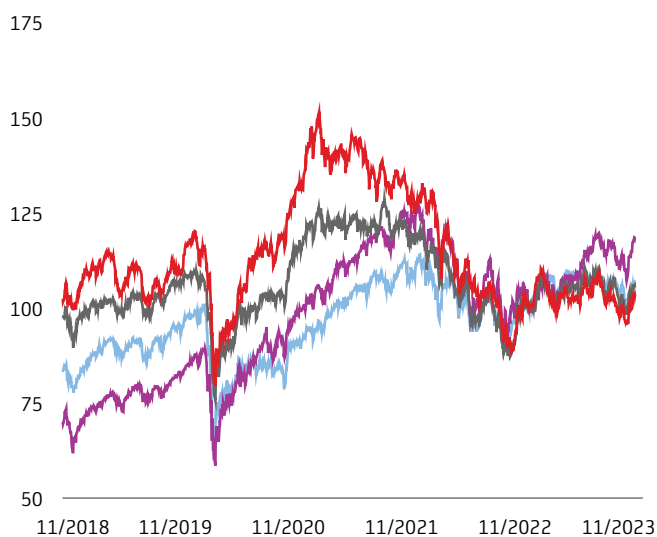
VÝNOSY DESETELETÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ (V %)

● USA ● Německo ● Itálie ● Spojené království



CENOVÉ INDEXY MSCI (INDEXOVANÉ, 1. 1. 2023 = 100)

● Evropa (v EUR) ● Severní Amerika (v USD)
● Pacifik (průmyslové země, v USD) ● Rozvíjející se trhy (v USD)



Poznámka: Výkonnost dosahovaná v minulosti, simulace a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Takzvané syntetické dluhopisy se vypočítávají tak, aby odrážely výkonnost státních dluhopisů s pevnou splatností. Jako referenční hodnota pro výnosový potenciál syntetického dluhopisu se použije „nejvhodnější“ reálný (skutečný) státní dluhopis v daném čase. Vývoj očekávaného výnosu do doby splatnosti je uveden za následujících podmínek: úrokové platby jsou obsluhovány a spláceny v souladu s podmínkami a dluhopis je držen 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). Indexy ani syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny.

Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 25. 11. 2018 – 25. 11. 2023

Zatímco americký dolar v letošním roce velmi citlivě reagoval na dynamiku výnosů amerických státních dluhopisů, rozdílné vyhlídky růstu a očekávání ohledně vývoje úrokových sazeb v eurozóně a USA a geopolitická nejistota negativně ovlivnily vývoj eura vůči dolaru (viz graf 13), který v poslední době opět oslabil.

S výjimkou drahých kovů došlo u komodit po dvou solidních letech v letošním roce k mírnému poklesu. Dlouhodobá nejistota ohledně budoucí úrokové politiky přispěla k volatilitě a snížení produkce v zemích OPEC+ dokázalo podpořit ceny ropy pouze dočasně (viz graf 13). Pokles cen komodit a pokles světové poptávky po ropě však měly pozitivní dopad na dezinflaci výrobních a spotřebitelských cen. V případě zemního plynu byl prudký pokles referenčních cen TTF od léta

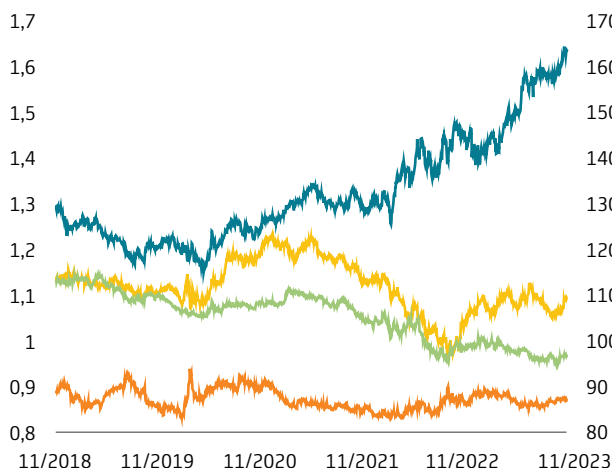
2022 (viz graf 13) způsoben především (nižší) poptávkou. Volatilita cen se v posledních měsících zvýšila kvůli několika faktorům, které se vzájemně překrývaly, včetně mimořádné údržby plynových zařízení v Norsku, stávek na terminálech zkapalněného zemního plynu v Austrálii, války mezi Izraelem a Hamásem a sabotáže na plynovodu mezi Finskem a Estonskem.

V roce 2023 zlato dočasně těžilo z turbulencí v bankovním sektoru (v USA a Švýcarsku), které na krátkou dobu vyhnaly cenu zlata nad hranici 2000 USD za trojskou unci. Prudký růst úrokových sazeb, a tedy i výnosů v USA, však po dlouhou dobu negativně ovlivňoval neúročené drahé kovy. Od teroristického útoku Hamásu na Izrael však zlato opět roste (viz graf 13).

13. KOMODITY A DOPAD CYKLICKÝCH PROBLÉMŮ

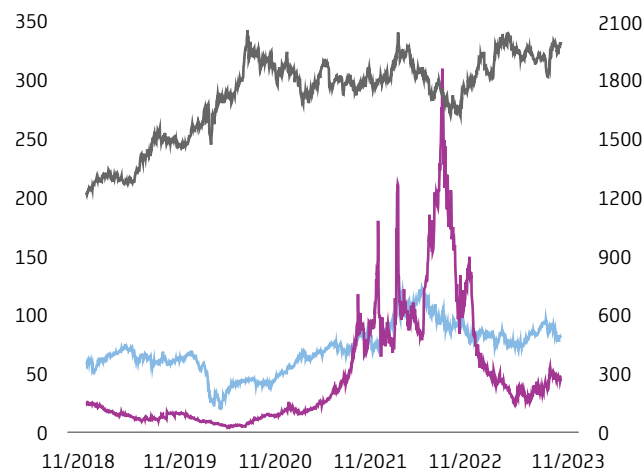
SMĚNNÉ KURZY

● EUR-USD ● EUR-GBP ● EUR-CHF ● EUR-YEN (RS)



VÝVOJ CEN ZEMNÍHO PLYNU, ROPY A ZLATA

● Ropa (barel ropy Brent, v USD) ● Zlato (ryzí unce, v USD, RS)
● Zemní plyn, forwardový index TTF (v EUR/MWh)



Poznámka: Výkonnost dosahovaná v minulosti, simulace a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. U investic do měn a 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: 25. 11. 2018 – 25. 11. 2023

VÝHLED FINANČNÍCH TRHŮ NA ROK 2024: ZLEPŠENÍ STŘEDNĚDOBÝCH OČEKÁVÁNÍ OHLEDNĚ POMĚRU RIZIKA A VÝNOSŮ

Střednědobá očekávání ohledně poměru rizika a výnosů se ve srovnání s posledními lety výrazně zlepšila díky nejvyšším výnosům dluhopisů za posledních více než deset let a poněkud příznivějšímu ocenění akcií. V této souvislosti se očekává, že dluhopisy i akcie budou v nadcházejícím roce dosahovat produktivních výsledků, i když nelze vyloučit významné zdroje rizika. Účinky zpřísnění měnové politiky se zatím plně neprojevily, zatímco k celkově nestabilní náladě pravděpodobně přispívají kromě geopolitického napětí i obavy z recese a zvýšená rizika refinancování.

Cenné papíry s pevným výnosem by měly v roce 2024 zamířit do klidnějších vod a státní dluhopisy by měly přinést kladné výnosy, protože klíčové úrokové sazby v hlavních ekonomikách by nyní již měly dosáhnout svého vrcholu. V důsledku toho očekáváme, že výnosy dluhopisů v příštím roce klesnou a inverzní výnosová křivka se sníží, protože centrální banky pravděpodobně začnou v polovině roku snižovat úrokové sazby. Výnosy nicméně pravděpodobně budou i nadále velice citlivě reagovat na přichodící makroekonomické údaje. Dvouleté výnosy by mohly do konce příštího roku klesnout ke 4 % (u amerických státních dluhopisů) nebo výrazně pod 3 % (německé státní dluhopisy). Klesající trend vidíme také u výnosů dlouhodobých dluhopisů, i když jeho rozsah je obtížnější odhadnout a pravděpodobně bude méně výrazný. Zdá se být v každém případě na místě určitá míra opatrnosti, pokud jde o možný pokles dlouhodobých výnosů v nadcházejících čtvrtletích. Jedním z rizik je zejména to, že inflace zůstane oproti očekáváním trvale vysoká a snížení úrokových sazeb by se tak mohlo opozdit, což by znamenalo, že u dlouhodobých dluhopisů lze očekávat opětovně zvýšení výnosů. Naopak, pokud restriktivní měnová politika povede k mnohem výraznějšímu zpomalení růstu, než se očekávalo, a centrální banky budou (muset) agresivněji snižovat úrokové sazby, mohlo by to vést k výraznějšímu vzestupnému trendu zejména u krátkodobých dluhopisů.

Pokud jde o akcie, tržní prostředí v příštím roce bude pravděpodobně charakterizováno poměrně nízkým růstem podnikových zisků, ačkoli odhady zisků pro příštích 12 měsíců se stále pohybují blízko historických maxim. V důsledku toho se domníváme, že potenciál pro opětovný růst ocenění v roce 2024 je založen méně na růstu zisků a více na vývoji úrokových sazeb, které by již měly

dosáhnout svého vrcholu. Pokud budou výnosy dluhopisů v průběhu roku postupně klesat, bude to mít pozitivní dopad na ocenění (poměr ceny k zisku neboli P/E, z angl. price/earnings ratio), protože budoucí zisky podniků budou diskontovány nižší úrokovou sazbou. Akcie pravděpodobně nabídnou další růstový potenciál, zejména pokud se v roce 2025 jasněji projeví trend snižování výnosů a známky ekonomické stabilizace. Není tudíž vyloučené, že ceny akcií v eurozóně by v nadcházejícím roce mohly zaznamenat dvouciferný nárůst. V USA by mohl být potenciál růstu ještě o něco vyšší vzhledem k obecně vyšší citlivosti na úrokové sazby kvůli technologicky náročným průmyslovým strukturám. Výraznější ekonomická citlivost evropské ekonomiky by se i v roce 2024 mohla ve srovnání s USA ukázat být tlumícím faktorem.

Podle našeho názoru by očekávané zahájení cyklu uvolňování měnové politiky ze strany Fedu mělo mít v roce 2024 na americký dolar pouze mírně negativní dopad. Rozdíl v růstu mezi USA a eurozónou by měl rovněž přispět ke zpomalení případného nárůstu směnného kurzu eura vůči americkému dolaru jako klíčové měně. Přesto v tomto prostředí vidíme další mírný potenciál pro posílení eura vůči americkému dolaru. Pokud by však Fed zachoval svůj současný restriktivní postoj déle, než se očekává, nebo pokud by ECB přistoupila dříve a ve větší míře ke snižování úrokových sazeb, mělo by to na euro jistě znatelný negativní dopad.

V nadcházejícím roce by ropa mohla v druhé polovině roku těžit ze zrychlení globálního hospodářského růstu. Předpokládáme, že konflikt mezi Izraelem a Hamásem zůstane lokální, a proto nadále nebude mít na trh s ropou zásadní vliv. Pokud by se však situace vyhrtila a zasáhli by další regionální hráči (zejména Írán), pravděpodobně by to vedlo k výraznému skoku cen ropy Brent. V takovém případě však země OPEC pravděpodobně přijmou stabilizační opatření. Výhled poptávky po zemním plynu bude pravděpodobně i nadále ovlivňován několika faktory, například anomáliemi počasí. Podle prognóz evropské agentury Copernicus se očekává, že zimní sezona 2023/2024 bude v Evropě teplejší a vlhčí, než je průměr, a to v důsledku klimatického jevu El Niño. Vzhledem ke snížení výrobních kapacit v energeticky náročných odvětvích, pokračujícímu zvyšování energetické účinnosti a rostoucímu významu obnovitelných zdrojů energie zůstane evropská poptávka po plynu v roce 2024 pravděpodobně výrazně pod úrovní dosahované před začátkem války na Ukrajině. Zásobníky zemního plynu jsou navíc letos před začátkem zimy zcela zaplněny.

Očekávané snížení úrokových sazeb v nadcházejícím roce by mohlo podpořit vývoj ceny zlata. Bez ohledu na to může být drahý kov vždy užitečným doplňkem portfolia z hlediska diverzifikace rizika a vzhledem k četným (potenciálním) problémovým faktorům může být důležitou a stabilní složkou aktiv.

Alokace aktiv – správa našeho portfolia

Aktiva		Investiční prostředí	Investiční pohled		
			Nízká váha v portfoliu	Neutrální	Vysoká váha v portfoliu
Hlavní třídy aktiv		Globální akcie	○	●	○
		Globální dluhopisy	○	○	●
		Peněžní trhy	●	○	○
		Alternativy	○	●	○
Hlavní třídy aktiv podrobně	Akcie	USA	○	●	○
		Evropa	○	●	○
		Pacifik (DM 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)	○	●	○
	Komodity	Dluhopisy rozvíjejících se trhů (místní měna)	○	○	●
		Ropa	○	●	○
		Zlato	○	●	○

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

Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ AKCIE

Akcie vykazují odolnost, protože investoři jsou přesvědčeni, že se podaří zabránit tvrdému přistání a že centrální banky by do poloviny roku 2024 mohly zahájit cyklus uvolňování. Zpožděný negativní účinek vyšších úrokových sazeb se však v ekonomice teprve plně projeví a spotřeba se pravděpodobně dostane pod tlak s tím, jak budou klesat přebytečné úspory a ochladne trh práce.

NEUTRÁLNÍ EVROPSKÉ AKCIE

Slábnoucí makroekonomická dynamika s úvěrovým impulzem blížícím se minimu z doby globální finanční krize. Trh práce však zůstává stabilní a klesající inflace zvýší reálný příjem. Evropské akcie nabízejí dobré příležitosti investorům, kteří se zaměřují na hodnotu a kvalitu.

NEUTRÁLNÍ AMERICKÉ AKCIE

Podporuje je silná ekonomika a výsledky hospodaření, ale ceny jsou vysoké a koncentrace akcií s velmi vysokou kapitalizací v indexu S&P 500 je extrémní.

NEUTRÁLNÍ AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

Pokud jde o rozvíjející se trhy v Asii, pak byl HDP v Číně ve 3. čtvrtletí vyšší, než se předpokládalo, a to díky cíleným fiskálním stimulům, ale roste napětí v sektoru nemovitostí. V Latinské Americe je světlým bodem Brazílie díky očekávanému snížení sazeb, protože inflace klesá a fiskální reformy jsou pravděpodobné. Celkově jsou ceny akcií rozvíjejících se trhů nízké. Důrazně se doporučuje selektivita při výběru zemí a sektorů v rozvíjejících se zemích.

POZITIVNÍ PACIFICKÉ AKCIE

Růst mezd a rostoucí inflace (s tím, 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 aktivity v oblasti zpětného odkupu akcií.

POZITIVNÍ Z NEUTRÁLNÍHO POSTOJE – GLOBÁLNÍ DLUHOPISY

U globálních dluhopisů bychom namísto neutrálního postoje volili zvýšení váhy v portfoliu, protože představují atraktivní profil rizika a výnosu. Vzhledem ke slábnoucímu růstu a ochlazení inflace se přikláníme ke kvalitním dluhopisům, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně denominované v eurech a státní dluhopisy.

ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ V EURECH

Vývoji v případě těchto dluhopisů napomáhá odolnost hospodářského cyklu a vytrvalá snaha investorů nalézt zdroje výnosů. Celkově se očekává, že základní ukazatele u podnikových dluhopisů investičního stupně zůstanou solidní díky zdravým rozvahám, lepším než očekávaným ziskům, značným peněžním zůstatkům a nízké úrovni zadlužení ve srovnání s dlouhodobými průměry.

NEGATIVNÍ PODNIKOVÉ DLUHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSEM

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

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

NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU

Zhoršující se makroekonomická situace, ochlazující inflace a očekávané snížení sazeb Evropskou centrální bankou, ke kterému by mohlo dojít zhruba v polovině roku 2024, nás vedou ke stále konstruktivnějšímu pohledu na tuto třídu aktiv. Uvažujeme také o postupném zvyšování durace, protože inflace (s výjimkou krátkodobého nepříznivého vlivu srovnávací základny) vykazuje klesající tendenci.

NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU

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

NEUTRÁLNÍ DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V TVRDÉ MĚNĚ

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

POZITIVNÍ DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V MÍSTNÍ MĚNĚ

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

NEGATIVNÍ Z NEUTRÁLNÍHO POSTOJE – PENĚŽNÍ TRHY

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

NEUTRÁLNÍ ALTERNATIVY

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

NEUTRÁLNÍ KOMODITY

Očekáváme vyrovnanější trh s ropou a vidíme nízké riziko výrazné a rozsáhlé eskalace konfliktu mezi Izraelem a Hamásem.

NEUTRÁLNÍ ZLATO

Podpořeno očekáváním nižších úrokových sazeb a oslabením amerického dolaru.

MĚNY

Očekáváme mírné oslabení amerického dolaru. Fed pravděpodobně v letech 2024 a 2025 sníží sazby, ale k omezení poklesu amerického dolaru přispěje pomalý růst mimo USA a možné zahájení cyklu uvolňování sazeb dalšími významnými centrálními bankami.

Sloupky

Dialog místních investičních ředitelů s klienty

Odpovědi z Itálie

JAK VIDÍTE VÝVOJ AMERICKÉHO DOLARU V ROCE 2024?

Naše investiční filozofie se kromě řady klíčových zásad zaměřuje na vytváření portfolií, která jsou z hlediska zeměpisného rozsahu globální. To vytváří potenciál pro dosažení přiměřené úrovně diverzifikace a zároveň potenciál pro využití nejlepších investičních příležitostí po celém světě.

Tento přístup také znamená, že do našich portfolií jsou zahrnovány pozice v cizích měnách, například v důsledku investic na americkém akciovém trhu nebo formou dluhopisů rozvíjejících se zemí. Vzhledem k široké škále dostupných nástrojů, zejména pokud jde o investice do fondů nebo burzovně obchodovaných fondů (ETF), je možné si vybrat, zda tyto nástroje budou použity v měnově nezajištěných nebo měnově zajištěných třídách akcií. Jde tedy o aktivní volbu, která může mít také významný vliv na výnos pozice a portfolia jako celku. Je totiž důležité nezapomínat, že měnové riziko je rizikem s obvykle nejvyšší koncentrací.

Představte si například, že sestavíte portfolio 50 stejně vážených nástrojů v amerických dolarech a přiřadíte jim celkovou váhu 30 %. Výsledek portfolia bude záviset na pohybu 50 různých cen, z nichž každá bude mít dopad ve výši 0,6 %. Kromě toho je zde také vliv amerického dolaru – ten však bude mít váhu 30%! Proto dobře chápeme, jak moc je třeba tyto možnosti také zvážit. Je proto užitečné podívat se na vyhlídky amerického dolaru, který se v průběhu roku pohyboval v rozmezí 1,05–1,12 a zřejmě zaznamená mírný pokles, když rok zahájil na úrovni 1,06 a v současnosti se kotuje kolem 1,09.

V roce 2023 Fed agresivně zvýšil sazby a snížil bilanční sumu zhruba o 2 000 mld. USD a americké ekonomice se mezi vyspělými zeměmi vedlo nejlépe. V průběhu roku však došlo k různým dramatickým událostem finančního (krachy bank) nebo geopolitického charakteru (útok Hamásu na Izrael). Všechny tyto faktory měly teoreticky podporovat americký dolar, přesto se projevily pouze dočasným posílením vůči euru. Zřejmě tedy existují další základní protichůdné síly, které tlačí na oslabení amerického dolaru. Pokusme se analyzovat, o které síly by mohlo jít.

Spojené státy se nacházejí v makroekonomické situaci označované jako dvojí deficit. Schodek státního rozpočtu v roce 2023 činí 8,2 % a v roce 2024 se očekává na úrovni 7,4 %. V obou případech je tedy více než dvakrát vyšší než v eurozóně. V případě běžného účtu platební bilance se však schodek pro rok 2023 rovná 3 % a pro rok 2024 se očekává ve výši 2,7 %. Eurozóna naopak vzhledem k exportnímu zaměření svých hlavních ekonomik vykazuje přebytek běžného účtu. Tyto deficity znamenají stálý a značný tok dolarů, které opouštějí americkou ekonomiku a které shromažďují zahraniční hospodářské subjekty. Zahraniční hospodářské subjekty se mohou rozhodnout nakupovat akcie na amerických burzách a americké státní cenné papíry, čímž vytvářejí protiproud, který udržuje hodnotu dolaru na stejné úrovni. Tento mechanismus však zjevně není v rovnováze a převládají prodeje amerického dolaru ve prospěch jiných měn. Tento jev je v geopolitickém kontextu, který se projevuje stále větším odporem vůči hegemonii USA, pravděpodobně dán také snahou nejvýznamnějších centrálních bank rozvíjejících se zemí (Čína, Brazílie, Indie, Jihoafrická republika) diverzifikovat své měnové rezervy, tradičně držené v dolarech. Není mnoho měn, k nimž by se mohly přiklonit, protože jsou zapotřebí velké, diverzifikované kapitálové trhy s velkou likviditou a velkou spolehlivostí. A finanční trhy eurozóny tyto charakteristiky nabízejí.

Kurz eura vůči dolaru tudíž budou i nadále ovlivňovat výše uvedené aspekty spolu s dalším faktorem oslabujícím dolar. Domníváme se totiž, že v průběhu roku 2024 má Fed počínaje druhým čtvrtletím prostor snižovat sazby agresivněji než ECB, čímž by se rozdíl mezi krátkodobými úrokovými sazbami snížil ze současných 150 bazických bodů (5,5 % FED – 4 % ECB) přibližně na 100 bazických bodů na konci roku 2024 (4,25 % FED – 3,25 % ECB). Tento pokles navíc vzhledem k tomu, že tato úroveň určuje také náklady na zajištění měnového rizika pro domácí investory nakupující cenné papíry denominované v amerických dolarech, pravděpodobně ztraktivní zajištění.

Pro úplnost naší analýzy však nemůžeme opomenout charakteristické chování amerického dolaru, který má tendenci během korekčních fází amerických akciových trhů posilovat. Ve skutečnosti se v roce 2023 období posilování dolaru do značné míry shodovalo s pohybem akciových trhů směrem dolů od konce července do konce října.

Závěrem lze říct, že podle naší prognózy bude současný trend mírného oslabování amerického dolaru vůči euru pokračovat. Vzhledem k tomu, jak se dolar choval v minulosti, se však musíme snažit zavést dobrou politiku řízení rizik. Z tohoto důvodu se při nákupu dluhopisů v amerických dolarech snažíme alespoň částečně zajistit proti měnovému riziku. Při nákupu akcií na americkém trhu se však raději vystavujeme i měnovému riziku, protože v případě korekce na akciových trzích má dolar tendenci posilovat, což omezuje celkový pokles hodnoty portfolia.

ALESSANDRO CAVIGLIA, investiční ředitel Itálie, UniCredit SpA

Odpovědi z Rakouska

NÁROČNÝ ROK SE CHÝLÍ KE KONCI. CO Z NĚJ MŮŽEME VYVODIT?

Po bezprecedentním roce 2022 si finanční trhy dělaly velké naděje, že rok 2023 bude mnohem pozitivnější.

Tyto naděje se však naplnily jen částečně. Mnohé světové ekonomiky se ukázaly být překvapivě odolné vůči stále restriktivnější měnové politice mnoha centrálních bank. Tato odolnost však stojí na křehkých základech. Zatímco evropská ekonomika se již propadla do recese, americká ekonomika by mohla zvládnout měkké přistání a vyhnout se zápornému hospodářskému růstu. Kolem těchto předpokladů však visí stále ještě mnoho otazníků.

Několik příštích čtvrtletí ukáže, jak velký dopad bude zpřísnění měnové politiky skutečně mít na reálnou ekonomiku. Mnoho podniků stále ještě těží z historicky nízké úrokové zátěže posledních let, v příštích letech se však očekává, že úrokové náklady budou výrazně vyšší.

Situace na akciových trzích byla již v průběhu roku velmi smíšená. Několik společností, jejichž činnost souvisí s umělou inteligencí (sedmička největších technologických společností: Amazon, Alphabet (Google), Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia, Tesla) a které mají v indexech vysokou váhu, šly od jednoho cenového maxima k dalšímu, a nakonec se staly hlavním motorem amerických akciových trhů. Širší trh však v letošním roce příliš nepřesvědčil. Tato nedostatečná šíře trhu je neobvyklá a skrývá v sobě rizika. Pohled do historie potvrzuje, že velmi jednostranný vývoj trhu se v následujících letech opět vyrovná.

Japonské akcie mezitím pozitivně překvapily. Zlepšené strukturální prostředí, dobré zprávy o výsledcích podniků a příznivé ocenění přilákaly zájem mnoha dlouhodobých investorů. Výrazně vyšší výnosy v porovnání s ostatními akciovými regiony tlumila pouze slabá výkonnost japonského jenu.

Po loňských turbulencích byla vysoká i očekávání na trzích dluhopisů. Protože inflační dynamika byla příliš silná, mnoho investorů muselo v průběhu roku pohřbit své předčasné naděje, které si dělali ohledně snížení úrokových sazeb. Nicméně naprostě většinu dluhopisových segmentů se podařilo dosáhnout obratu a od počátku roku dosáhly mírně kladné výkonnosti. Vysoká současná úroková sazba („carry“) poskytuje dostatečnou rezervu pro kompenzaci mírného zvýšení výnosů.

V roce 2023 zatím vítězí zejména dluhopisy rozvíjejících se trhů v místní měně. Mnoho rozvíjejících se zemí v období vysoké inflace velmi agresivně zvyšovalo úrokové sazby. Pozitivní trend v podobě snižujících se míry inflace nyní umožňuje mnoha centrálním bankám v těchto regionech rychle měnit úrokové sazby. První centrální banky již zahájily cyklus snižování úrokových sazeb, jehož logickým důsledkem je růst cen dluhopisů.

Pokud jde o vývoj v nadcházejícím roce, zůstáváme opatrně optimističtí. Z rostoucích očekávání, že dojde ke snížení úrokových sazeb, budou pravděpodobně profitovat zejména úročené cenné papíry. Příští rok by mohl být příznivý i pro akcie. Předpokládáme, že nedojde k tvrdému přistání ekonomiky, a nízké úrokové sazby a mírné hodnoty inflace by měly zajistit rozvoj prostředí příznivého pro akcie. Rizika, jako je opětovný prudký nárůst inflace a propad do recese, nejsou součástí našeho základního scénáře. Musíme je však bedlivě sledovat.

Rádi bychom touto cestou popřáli všem našim klientům úspěšný investiční rok 2024!

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

Odpovědi z Německa

JAKÉ JSOU DŮSLEDKY NEDÁVNÉHO ROZHODNUTÍ SPOLKOVÉHO ÚSTAVNÍHO SOUDU, ZEJMÉNA S OHLEDEM NA NĚMECKÉ HOSPODÁŘSTVÍ?

Německá vláda byla nedávno zaskočena rozhodnutím Spolkového ústavního soudu. V polovině listopadu soud zakázal přerozdělit 60 mld. eur (což je přibližně 1,5 % německého HDP), které byly původně určeny na boj proti pandemii, do klimatického a transformačního fondu (KTF). Fond KTF je určen mimo jiné na financování programů pro větší ochranu klimatu a rozvoj klimaticky neutrálního hospodářství. Zaměřuje se také na zavádění technologií, jako jsou polovodiče a bateriové technologie. Zároveň soudci rozhodli, že stát si nesmí rezervovat mimořádné půjčky na pozdější roky. Kromě KTF to však federální vláda učinila v několika zvláštních fondech, mimo jiné i u energetických cenových brzd.

Spolkový kancléř Olaf Scholz ve svém vládním prohlášení z konce listopadu jasně uvedl, že Německo čelí „tak koncentrovaným a závažným výzvám, jaké naše republika pravděpodobně ještě nezažila“. K otázce, jak hodlá koaliční vláda v příštích dvou letech řídit ekonomiku, se však vyjádřil neurčitě. Postoje se výrazně liší: na jedné straně FDP v čele s ministrem financí Christianem Lindnerem překonala sama sebe a opět pozastavila dluhovou brzdu na rok 2023, což je již čtvrté pozastavení v řadě od roku 2020. Na druhé straně stojí SPD, která stále nechce snižovat sociální výdaje, a Zelení, pro něž jsou projekty na ochranu klimatu, které mají být financovány z KTF, neoddiskutovatelné. Tyto strany s odlišnými názory tak pravděpodobně čekají dlouhé a intenzivní debaty, v nichž se budou muset shodnout na výdajích a prioritách pro rok 2024 a další roky. Scholz chce nyní využít „stávajícího prostoru v rozpočtu“, „stanovit priority“, „samozřejmě rovněž omezit výdaje“, ale také „výrazně investovat do modernizace Německa“. Vyhnul se jasnému vyjádření, zda spolková vláda hodlá v roce 2024 opět vyhlásit výjimku, nebo dodržet dluhovou brzdu.

Německá vláda ve své aktuální podzimní prognóze očekává, že HDP v letošním roce klesne o 0,4 %, zatímco pro příští rok se dříve předpokládal růst o 1,3 %. Podle německé vlády by ztráta 60 miliard eur mohla v příštím roce znamenat pokles hospodářského růstu o něco málo přes 0,5 procentního bodu. Přestože se zvýšilo riziko, že německá ekonomika v případě dalšího zpřísnění fiskální politiky uvízne ve stagnaci nebo mírné recesi, očekáváme v roce 2024 mírné oživení s růstem HDP o 0,4 %. Úsporná opatření a nedostatek investic pravděpodobně utlumí hospodářský růst a vzhledem k hospodářskému zpomalení jsou naléhavě potřeba stimuly fiskální politiky. Větší nebezpečí spočívá v potenciálním negativním dopadu na dlouhodobý růstový potenciál německé ekonomiky v případě, že dojde ke snížení veřejných investic po letech, pro která bylo charakteristické nedostatečné vynakládání prostředků na ekologickou transformaci země. Je tomu tak proto, že snižování výdajů na investiční projekty, jejichž pozitivní dopady se často projeví až v (daleké) budoucnosti, se pravděpodobně setká s menším odporem mnoha voličů než například dnes realizované snížení příspěvků na sociální zabezpečení. Aby se Německo nedostalo do trvalé investiční krize, je třeba najít alternativní způsoby, jak investovat do infrastruktury, udržitelné transformace hospodářství a kvalifikace obyvatelstva.

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

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	27. 11. 22	27. 11. 18	27. 11. 19	27. 11. 20	27. 11. 21	27. 11. 22	27. 11. 18	01. 01. 23
Do	27. 11. 23	27. 11. 19	27. 11. 20	27. 11. 21	27. 11. 22	27. 11. 23	27. 11. 23	27. 11. 23
Aktiové indexy (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	13,7	18,1	15,4	23,2	-13,8	13,7	67,6	17,9
MSCI Emerging Markets (v USD)	7,1	10,7	20,2	1,9	-22,4	7,1	15,4	5,0
MSCI US (v USD)	15,2	20,3	20,0	27,9	-14,8	15,2	85,3	20,7
MSCI Europe (v EUR)	7,7	18,2	-2,6	21,6	-4,4	7,7	48,7	11,6
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	7,5	12,4	19,8	2,9	-19,3	7,5	21,9	6,1
STOXX Europe 600 (v EUR)	7,5	18,9	-1,4	21,7	-5,6	7,5	49,1	11,4
DAX 40 (Německo v EUR)	9,8	17,5	0,7	14,8	-8,7	9,8	40,6	14,7
MSCI Italy (v EUR)	25,2	25,8	-5,6	18,9	-3,4	25,2	76,3	30,2
ATX (Rakousko, v EUR)	4,4	9,5	-16,4	44,8	-10,0	4,4	28,2	9,1
SMI (Švýcarsko, v CHF)	-0,1	22,3	3,2	19,6	-7,7	-0,1	41,5	4,0
S&P 500 (USA, v USD)	14,9	20,0	17,5	28,4	-13,0	14,9	85,5	20,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	20,8	9,1	16,1	10,2	-2,0	20,8	69,5	30,7
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-4,6	26,4	31,7	0,6	-21,2	-4,6	24,5	-7,1
Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-1,6	15,2	11,9	-3,0	-15,0	-1,6	3,0	-0,9
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-0,1	10,2	7,8	-2,1	-12,0	-0,1	1,0	0,1
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	3,6	15,7	9,4	0,0	-14,6	3,6	10,8	3,6
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-2,0	7,9	2,4	-1,9	-17,2	-2,0	-12,7	3,0
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-1,7	9,2	4,0	-2,1	-15,4	-1,7	-8,1	2,8
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	3,0	6,5	2,5	-1,0	-12,9	3,0	-2,9	4,5
Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	69	-128	-94	60	208	69	133	57
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	52	-118	-119	52	288	52	169	47
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	33	-148	-106	41	306	33	138	28
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	55	-72	-22	25	222	55	216	-4
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	68	-91	-39	28	227	68	200	3
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	29	-94	-29	35	321	29	259	-13
Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-26	-29	2	-13	44	-26	-24	-24
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-63	-32	36	-71	120	-63	-37	-90
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-21	-29	-7	21	57	-21	14	-9
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-60	-119	27	-8	150	-60	-25	-62
Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)								
Libor (USD, 3 měsíce)	92	-79	-168	-5	456	92	295	89
Euribor (EUR, 3 měsíce)	203	-8	-13	-4	250	203	427	182
Směnné kurzy eura (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	5,6	-2,8	8,3	-5,1	-7,6	5,6	-3,6	2,7
Britská libra (EUR-GBP)	0,9	-3,7	5,0	-5,1	1,9	0,9	-2,0	-2,3
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-2,0	-2,9	-1,5	-3,4	-6,1	-2,0	-14,9	-2,1
Japonský jen (EUR-JPY)	12,6	-6,6	3,1	3,9	11,8	12,6	26,5	15,8
Komodity (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	14,2	19,0	19,2	-2,1	-2,0	14,2	56,2	10,2
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-5,8	-2,6	19,2	28,2	-12,5	-5,8	22,8	-10,1
Zlato (v USD za ryzí unci)	14,8	19,9	22,6	-0,6	-2,2	14,8	64,2	10,7
Ropa (Brent, v USD za barel)	-4,9	5,0	-23,7	52,6	2,1	-4,9	31,4	-5,8

Upozornění: Minulé hodnoty a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny. Takzvané syntetické dluhopisy se vypočítávají tak, aby odrážely výkonnost státních dluhopisů s pevnou splatností. V každém případě se jako referenční hodnota pro možnost výnosu (výnosovou příležitost) syntetického dluhopisu použije „nejvhodnější“ reálný federální dluhopis v příslušném období. Vývoj očekávaného výnosu do doby splatnosti je uveden za následujících podmínek: obsluha úrokových plateb, odkup v souladu s podmínkami a držba do splatnosti. V tomto ohledu se jedná 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 27. 11. 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 o 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 za jejich úplnost, správnost a pravdivost neručí a nenesе za ně žádnou odpovědnost. Zájemci proto musejí provést 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 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.

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

Obsah publikace, včetně údajů, zpráv, informací, obrázků, grafiky, kreseb, značek a názvů domén, je vlastnictvím společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank 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 27. listopadu 2023.



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



Adresa
Želetavská 1525/1
140 92 Praha 4 – Michle



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions