



Na vrcholu:  
Uvolňování bude  
trvat dlouho

Investiční strategie skupiny

Měsíční výhled

Říjen 2023

# Obsah

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	9
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	12
SLOUPKY	16





# Souhrnný přehled

Na vrcholu: Uvolňování bude trvat dlouho



## MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Stále zřetelněji se projevují známky ochlazování světové ekonomiky s klesajícími inflačními tlaky.

Vzhledem k vysoce restriktivní měnové politice je překvapující pokračující ekonomická síla Spojených států. Fed (Federální rezervní systém) nedávno upravil své prognózy růstu pro roky 2023 a 2024 směrem nahoru, zatímco očekávání míry nezaměstnanosti byla upravena směrem dolů. Podle našeho názoru jsou tyto revize příliš optimistické. V nadcházejících čtvrtletích očekáváme pravděpodobné zpomalení spotřeby v důsledku snižujících se rezerv úspor, přísnějších úvěrových podmínek a zpomalení růstu mezd.

Evropská centrální banka snížila prognózu růstu HDP eurozóny. Je však důležité zdůraznit, že současnou sílu americké ekonomiky podporují také fiskální opatření Bidenovy administrativy, zatímco v kontextu masivního zvýšení úrokových sazeb lze současnou hospodářskou slabost eurozóny vysvětlit také tím, že neexistuje žádný program výdajů srovnatelný se Spojenými státy.

Poslední zveřejněné údaje naznačují, že Čína možná dosáhla dna svého ekonomického zpomalení. Navzdory překvapivě lepším ekonomickým údajům se domníváme, že je ještě příliš brzy hovořit o oživení. Nedávná stimulační opatření vlády by měla podpořit růst, i když očekáváme, že k dosažení 5% cíle čínské vlády pro růst v letošním roce bude zapotřebí více fiskálních stimulů.



## INFLACE A MĚNOVÁ POLITIKA

Fed na svém posledním zasedání v září ponechal svou hlavní úrokovou sazbu (horní hranici) beze změny na úrovni 5,50 %. Finanční trhy nicméně toto rozhodnutí interpretovaly jako pozastavení restriktivní politiky, neboť Fed navíc výrazně zvýšil své prognózy růstu HDP pro letošní a příští rok a nyní předpokládá, že úrokové sazby budou muset zůstat na vysoké úrovni delší dobu, aby se inflace udržitelně vrátila k 2% cíli.

Na svém zářijovém zasedání ECB zvýšila své hlavní úrokové sazby o 25 bazických bodů a naznačila, že cyklus zpříšňování je nyní pravděpodobně u konce. Rada guvernérů uznala, že razantní zpříšňování měnové politiky (10 po sobě jdoucích zvýšení sazeb) stále více tlumí hospodářskou aktivitu, a domnívá se, že úrokové sazby nyní dosáhly „úrovně, která, bude-li udržena po dostatečně dlouhou dobu, významně přispěje k včasnému návratu inflace na cílovou úroveň“. Celkově bylo rozhodnutí ECB finančními trhy přijato jako „holubičí“ (tj. „umírněné“ z hlediska měnové politiky), a to i přes zvýšení úrokových sazeb.



## FINANČNÍ TRHY

Podle našeho názoru současná situace vytváří atraktivní příležitosti pro vstup do smíšených portfolií, tj. portfolií, která kombinují akcie a dluhopisy s vyváženým rizikovým profilem. Důvodem je prudký nárůst výnosů dluhopisů, které investorům poskytují zajímavé kuponové platby v kombinaci s možným růstem cen, pokud centrální banky skutečně začnou snižovat úrokové sazby. Vyšší výnosy investorům otevírají také možnost kompenzovat případné cenové ztráty akcií v důsledku náročných makro podmínek.

# Dopis investičních ředitelů

Na vrcholu: Uvolňování bude trvat dlouho

Po zářijových zasedáních Evropské centrální banky (ECB) a amerického Federálního rezervního systému (Fed) se pozornost nadále soustředí na budoucí vývoj měnové politiky těchto hlavních centrálních bank. Pozoruhodné je, že nedávná politická rozhodnutí obou centrálních bank se lišila, stejně jako jejich přijetí na trzích. Zejména zvýšení úrokových sazeb ECB bylo trhem vnímáno jako umírněné („holubičí“<sup>1</sup>), zatímco rozhodnutí Fedu ponechat úrokové sazby beze změny bylo interpretováno jako pozastavení restriktivní („jestřábí“) politiky.

Domníváme se, že hlavní centrální banky v tomto cyklu již většinu svých zvýšení sazeb udělaly. Na tom, zda ještě dojde k občasnému a malému zvýšení sazeb, by z ekonomického hlediska již pravděpodobně nemělo příliš záležet. A není to jen Fed, kdo v září ponechal úrokové sazby beze změny. Centrální banky Velké Británie, Švýcarska a Japonska v září také úrokový šroub dále neutahovaly. Důvodem jsou stále zřetelnější známky ochlazování světové ekonomiky s klesajícími inflačními tlaky, jak ukazují důležité ukazatele ekonomických nálad – v poslední době to byly evropské indexy nákupních manažerů, ale také německý index ifo. Vykazované údaje o inflaci se také výrazně ochladily, ale stále zůstávají daleko od 2% inflačního cíle centrálních bank.

Ačkoli boj centrálních bankéřů proti inflaci ještě nebyl vyhrán, těžiště měnové politiky se mění. Nyní je po (pravděpodobném) dosažení vrcholu úrokových sazeb otázkou, jak dlouho zůstanou úrokové sazby na současné vysoké úrovni. Na začátku roku trhy úrokových sazeb počítaly s tím, že například Fed přistoupí k prvnímu snížení úrokových sazeb dva až tři měsíce po dosažení úrokového maxima, což byla pravděpodobně příliš optimistická naděje. Implicitní očekávání (tj. očekávání odvozené z tržních cen) se mezitím spíše prodloužilo na dobu dvou až tří čtvrtletí mezi dosažením úrokového maxima a prvním snížením sazeb. V tomto kontextu je třeba chápat i zmíněné pozastavení restriktivní politiky. Centrální bankéři kolem prezidenta Fedu Jeroma Powella chtějí zabránit tomu, aby se účastníci trhu nechali příliš rychle zlákat nadějí na snížení úrokových sazeb. Takový vývoj by znamenal, že dlouhodobé výnosy na trhu amerických dluhopisů by výrazně poklesly, což by působilo proti rozhodující části zpříšňování měnové politiky. To by mohlo vést k dlouhodobějším inflačním tlakům. Pokud však údaje o inflaci klesnou rychleji, než se očekává, nelze vyloučit ani to, že členové Fedu sníží výhled úrokových sazeb mnohem rychleji, než se dosud rýsovalo. V tomto ohledu lze výroky o restriktivní politice v posledním rozhodnutí Fedu interpretovat spíše jako varování než jako příslib.

Nedávný nárůst ceny ropy by skutečně mohl být důvodem k určité opatrnosti. Nemělo by se však přehlížet, že cena ropy nestoupla primárně kvůli silné poptávce, ale spíše v důsledku nedostatečné nabídky ze strany států OPEC+ (OPEC a státy mimo OPEC, např. Rusko). Proto má vyšší cena ropy na jedné straně krátkodobý inflační efekt, na druhé straně však vysoká cena ropy zasahuje již tak oslabující ekonomiku, přinejmenším v Evropě a Číně. Ve střednědobém horizontu bude pravděpodobně dalším faktorem dokonce ochlazení hospodářské aktivity, což bude mít v konečném důsledku tlumivý dopad na inflaci.

Proč ale trhy vůbec očekávají poměrně rychlé snížení úrokových sazeb, když je inflace stále příliš vysoká? Důvodem je skutečnost, že současná úroveň úrokových sazeb centrálních bank se pohybuje v tzv. restriktivním pásmu. Centrální banky obvykle stanovují vyšší úrokové sazby vzhledem k tzv. neutrální úrokové sazbě, tj. úrokové sazbě, která v rovnovážném stavu ani nepodněcuje, ani nezpomaluje inflaci. Úroková sazba výrazně pod neutrální sazbou tedy inflaci zvyšuje, zatímco sazba výrazně nad ní ji zpomaluje. Potíž s tímto konceptem spočívá v tom, že neutrální sazba není přímo měřitelná, ale lze ji pouze přibližně odhadnout. Centrální banky by však měly mít

<sup>1</sup> Postoj měnové politiky je považován za jestřábí (restriktivní), pokud předpokládá zpříšnění měnové politiky například zvýšením úrokových sazeb nebo snížením bilance centrální banky. Opakem je politika holubičí (umírněná).

dobrou představu o tom, co je pro jejich ekonomiky neutrální sazbou. Odhad Fedu je v tomto ohledu dokonce zveřejňován. V současné době je na mediánu rozhodujícího orgánu na úrovni 2,5 %. S úrokovou sazbou výrazně nad 5 % se tak Fed dostává do restriktivního pásma (tj. pásma, které brzdí růst i inflaci). A i kdyby měl být vlastní odhad neutrální sazby Fedu ve výši 2,5 % příliš nízký, zdá se, že současné „bezpečnostní rozpětí“ je dostatečně vysoké na to, aby bylo možné předpokládat, že měnová politika v USA inflaci ochlazuje.

Vzhledem k vysoce restriktivní měnové politice je překvapující pokračující ekonomická síla Spojených států. Fed nedávno upravil své prognózy růstu směrem nahoru, zatímco ECB je pro eurozónu snížila. Podíváme-li se na vývoj střízlivě, je současná síla americké ekonomiky vedle silné soukromé spotřeby podpořena také fiskálními opatřeními Bidenovy administrativy. V kontextu masivního zvýšení úrokových sazeb lze současnou hospodářskou slabost eurozóny vysvětlit také tím, že neexistuje žádný program výdajů srovnatelný s **bidenomikou**<sup>2</sup>. Přestože nelze zapomenout na hospodářskou slabost Německa, evropská ekonomika jako celek se zdá být překvapivě silná. Pokud ochlazení inflace poskytne Evropské centrální bance prostor ke snížení úrokových sazeb v příštím roce (což je velmi pravděpodobné), mělo by dojít k oživení i zdejší hospodářské aktivity. Trhy očekávají, že tempo růstu HDP v eurozóně bude v roce 2024 podobné jako v USA. Ačkoli se očekává, že růst zisků podniků bude zaostávat za růstem zisků amerických firem, v příštím a přespříštím roce by měl být jednoznačně pozitivní. Podle našeho názoru se vyšší očekávaný růst zisků v USA oproti eurozóně již odráží v ocenění příslušných trhů, neboť americké akciové indexy jsou z hlediska poměru ceny k zisku (P/E poměru) stále v průměru oceněny výrazně výše než jejich evropské protějšky, které jsou relativně levně oceněny, a nabízejí tak selektivně zajímavé příležitosti ke vstupu na trh.

Podle našeho názoru to vytváří atraktivní příležitosti pro vstup do smíšených portfolií, tj. portfolií, která kombinují akcie a dluhopisy s vyváženým rizikovým profilem. Důvodem je prudký nárůst výnosů dluhopisů. Tento vývoj na jedné straně poskytuje investorům zajímavé kuponové platby a na druhé straně otevírá potenciál možného růstu cen dluhopisů, pokud centrální banky skutečně začnou snižovat úrokové sazby. Vyšší výnosy také otevírají investorům možnost případné cenové ztráty u akcií (alespoň částečně) kompenzovat možnými cenovými zisky u dluhopisů.

**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

<sup>2</sup>Hospodářská politika Bidenovy administrativy, tzv. bidenomika (spojení slov Biden a ekonomika), zahrnuje pomoc v boji proti pandemii covidu-19, investice do infrastruktury a posílení sociální záchranné sítě. Biden svou ekonomickou filozofii v červnu 2023 popsal na Twitteru takto: „Bidenomika je o růstu ekonomiky od středu a zdola nahoru, nikoli shora dolů.“



# Pohled zblízka

Indie: Nejlidnatější země světa (znovu) v centru pozornosti

Po prvních nadějích z počátku roku, že odklon čínského vedení od „politiky nulového covidu“ by mohl vést k rychlému hospodářskému oživení v zemi, byli investoři v posledních měsících zklamáni. Slabá globální poptávka zasahuje čínskou ekonomiku závislou na vývozu, zatímco domácí spotřeba a domácí trh s nemovitostmi oslabují. Čínské politbyro proti tomu stále více bojuje měnovými a fiskálními stimulačními opatřeními (i když zatím s omezeným úspěchem), protože nechce dopustit opětovné nesplnění cíle v podobě 5% růstu, který si pro letošní rok stanovilo. Indie, která byla dlouho přehlížena ve stínu Číny a geopolitického napětí mezi Čínou a USA, nabývá na významu – zejména z hospodářského hlediska, a to díky působivému tempu růstu za rok. Nedávno rovněž hostila **summit G20**<sup>3</sup>. Investoři by si také měli všimnout potenciálu této země.

## VZESTUP INDIE NA POZICI DRUHÉ NEJVĚŠÍ EKONOMIKY SVĚTA

Podle populačních statistik OSN Indie s 1,4 miliardami obyvatel nedávno předstihla svou sousední Čínu na pozici nejlidnatější země světa, protože Čína se potýká se stárnutím a úbytkem obyvatelstva v důsledku dlouhodobé politiky jednoho dítěte (viz graf č. 1). Od poloviny 90. let se v Indii narodilo přibližně 375 milionů dětí. Tento počet převyšuje odpovídající skupinu v Číně téměř o 50%. Jde o takzvanou „**demografickou dividendu**“<sup>4</sup>, která pro zemi představuje obrovský potenciál. Demografické trendy samy o sobě samozřejmě k předpovědi budoucího hospodářského vývoje nestačí. Nicméně dynamický posun v populační dynamice mezi Čínou a Indií pravděpodobně nezůstane bez vlivu na globální ekonomiku, protože rostoucí populace může nepochybně podpořit hospodářský růst. Souběžně s růstem počtu obyvatel obvykle dochází ke změně poměru mezi venkovským a městským obyvatelstvem. V Indii se však **míra urbanizace**<sup>5</sup> vyvíjí poměrně mírně. Indie vykazuje značný rozdíl oproti Číně, kde se již přibližně dvě třetiny obyvatel nacházejí v městských oblastech.

Ve srovnání s ekonomickou silou Číny, která je v posledních letech dominantním motorem světového růstu, je indická ekonomika stále poměrně malá – její HDP dosahuje sotva pětiny čínského HDP. Podle Mezinárodního měnového fondu (MMF) však Indie vzhledem k mladé a rostoucí populaci v nadcházejících desetiletích pravděpodobně zaznamená vyšší hospodářský růst než Čína. V roce 2022 dosáhl hospodářský růst Indie téměř 7%, zatímco v Číně to byla jen asi 3%. Prognózy MMF naznačují, že růstová křivka Indie zůstane v nadcházejících letech stabilní (viz graf č. 1). Světová banka rovněž očekává, že Indie zůstane v nadcházejících letech nejrychleji rostoucí velkou ekonomikou světa. Do roku 2050 by se země mohla stát druhou největší ekonomikou na světě. Indie je největším světovým výrobcem generických léků, tj. léků, které již nejsou chráněny patentem, a je již nyní významným hráčem v celosvětovém farmaceutickém průmyslu a zároveň zaujímá přední místo v oblasti informačních technologií. Řada dalších hospodářských odvětví, jako je maloobchod a automobilový průmysl, je však stále do značné míry v plenkách.

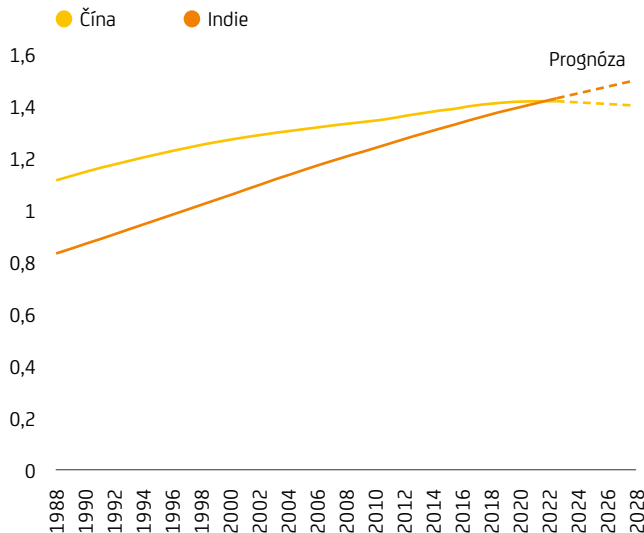
<sup>3</sup> Ve dnech 9. a 10. září se v Novém Dillí konal 18. summit předsedů vlád zemí G20. G20 je neformální uskupení 19 zemí, EU a Africké unie, které existuje od roku 1999 a zastupuje nejdůležitější průmyslové a rozvíjející se země.

<sup>4</sup> „Demografickou dividendou“ se rozumí potenciální ekonomický přínos, kterého lze dosáhnout díky změně věkové struktury v zemi v souvislosti s rozvojem.

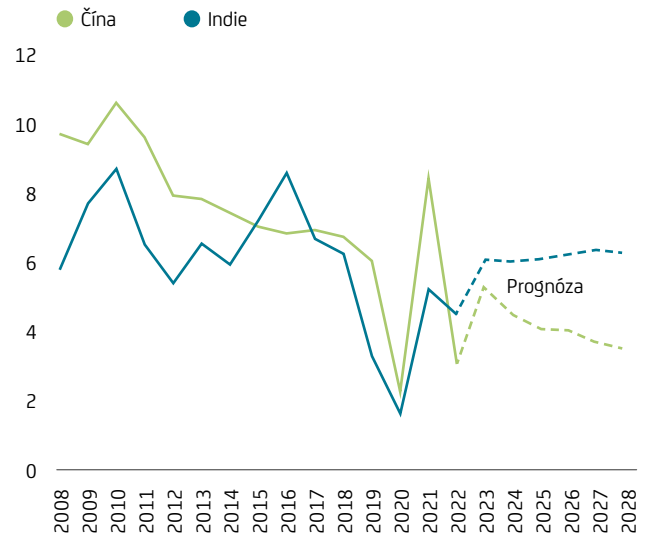
<sup>5</sup> Mírou urbanizace se rozumí podíl obyvatel měst na celkovém počtu obyvatel. Vyšší úroveň urbanizace často znamená postupující úroveň rozvoje.

## 1. INDIE VYSTRÍDALA ČÍNU NA POZICI NEJLIDNATĚJŠÍ ZEMĚ SVĚTA

VÝVOJ POČTU OBYVATEL (MLD.)



HOSPODÁŘSKÝ RŮST (REÁLŇNÝ HDP, MEZIROČNĚ V %)



Zdroj: Bloomberg, MMF, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

## INDIE (ZNOVU) VZBUDILA ZÁJEM INVESTORŮ

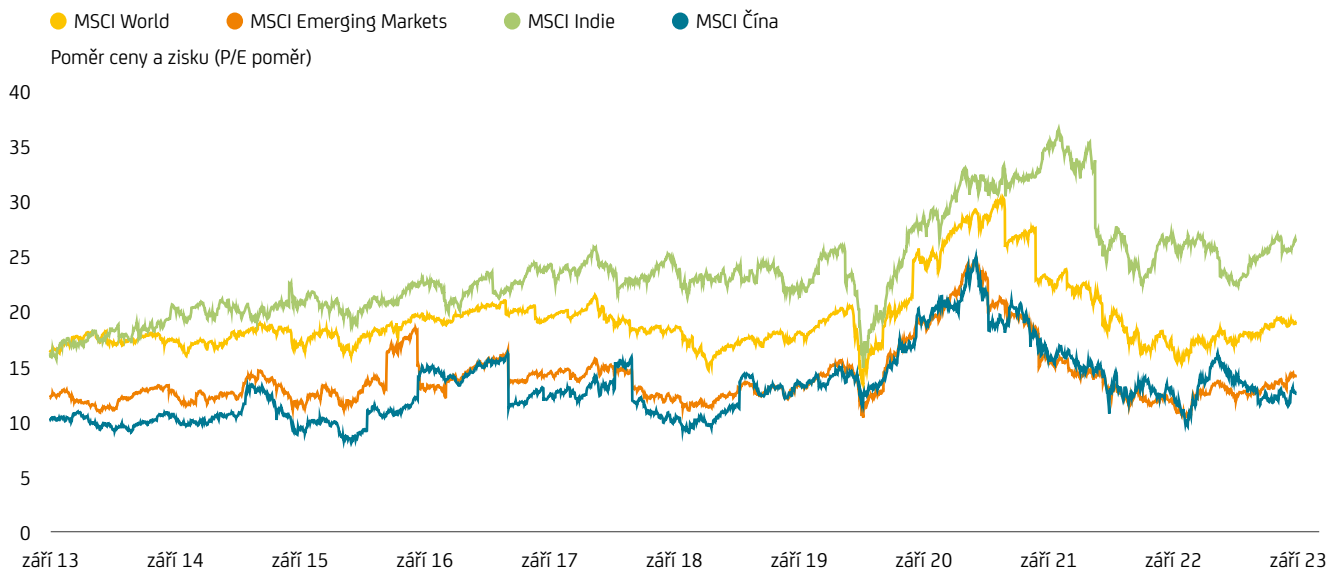
Na rozdíl od Číny není Indie autokracií, ale je považována za největší demokracii na světě. Premiér Naréndra Módí v posledních letech prostřednictvím řady reforem vybudoval základy pro silný hospodářský rozvoj. Díky digitalizaci a modernizaci státní správy, debyrokratizaci státního aparátu a řadě investičních pobídek byly podniknuty důležité kroky k posílení podmínek pro růst. Země také doufá, že bude těžit ze skutečnosti, že stále více společností po celém světě pracuje na diverzifikaci svých dodavatelských řetězců. Odolnost země vůči celosvětovému hospodářskému zpomalení v kombinaci se **strategií „Čína plus jedna“**<sup>6</sup>, kterou zvolilo mnoho mezinárodních společností, by měla v krátkodobém a střednědobém horizontu indickému hospodářství dále prospět. Zatímco Čína musí kvůli hospodářským problémům snižovat výdaje na svou iniciativu takzvané Hedvábné stezky, na okraj nedávného summitu G20 bylo také oznámeno, že USA, Evropa, Indie, Saúdská Arábie a Spojené arabské emiráty plánují nový obchodní koridor do Indie. Očekává se, že tato rozsáhlá infrastrukturní iniciativa zrychlí obchod mezi Evropou a Indií přibližně o 40 %.

Indie (znovu) vzbudila zájem investorů, v neposlední řadě díky svým slibným vyhlídkám na růst. Určitou kombinaci indických akcií, například prostřednictvím burzovně obchodovaných fondů (ETF), mohou zvážit dlouhodobí investoři, zejména ti, kteří dosud v Asii investovali nedostatečně. Indie těží ze současné nálady, která investory nutí stále více hledat alternativy k Číně. Indický akciový trh měřený indexem **MSCI India**<sup>7</sup> je však v současné době poměrně drahý s poměrem ceny k zisku (indexem P/E) vyšším než 25 poté, co se zotavil z letošního minima na konci března (viz graf č. 2). Kromě potenciálu země k expanzi druhý důvod pravděpodobně souvisí také s tím, že indické společnosti se díky svému zaměření na místní trh zdají být méně zranitelné vůči nepříznivým globálním vlivům. Ceny indických akcií letos také těžily z obrovského přílivu peněz ze zahraničí.

<sup>6</sup>Strategií „Čína plus jedna“ se rozumí obchodní a výrobní strategie společností, které zvažují snížení své závislosti na čínských dodavatelských řetězcích a trzích tím, že kromě Číny investují nebo vyrábějí alespoň v jedné další zemi. Tato strategie nabývá na významu, protože podniky si uvědomují, že diverzifikace jejich dodavatelských řetězců a trhů může zmírnit rizika a zvýšit jejich flexibilitu a odolnost.

<sup>7</sup>Index MSCI India zahrnuje 115 podniků, které tvoří přibližně 85 % nabídky indických akcií. Představuje necelých 15 % indexu MSCI Emerging Markets zahrnujícího 24 zemí (ve srovnání s přibližně 30 % indexu MSCI China).

## 2. INDICKÝ AKCIOVÝ TRH JE RELATIVNĚ DRAHÝ



Poznámka: Výkonnost dosahovaná v minulosti, simulace a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny.

Zdroj: Bloomberg, MMF, Světová banka, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Sledované období: 15. 9. 2013–15. 9. 2023

Stejně jako ostatní rozvíjející se trhy se však i Indie potýká s důsledky globální změny klimatu, vůči níž je indická, převážně venkovská a málo rozvinutá, infrastruktura a ekonomika jen málo odolná. Přibližně půl roku před **parlamentními volbami v Indii**<sup>8</sup> by se při zvažování investičních příležitostí na subkontinentu neměla ignorovat politická rizika. Například ztráta moci Indické lidové strany (BJP) premiéra Naréndry Módího, která má v současnosti absolutní většinu, by mohla na indický finanční trh přinést nejistotu a volatilitu. Módího znovuzvolení se však v současnosti jeví jako pravděpodobnější scénář. Kontinuita politického vedení země by přispěla ke stabilitě Indie a byla by přínosem i pro investiční prostředí.

<sup>8</sup>Parlamentní volby se mají konat od května do června 2024.



# Makroekonomická situace a trhy

Fed a ECB: Od pozastavení restriktivní politiky k umírněnému zvyšování sazeb

## POZASTAVENÍ RESTRIKTIVNÍ POLITIKY: FED ZACHOVÁVÁ ÚROVEŇ ÚROKOVÝCH SAZEB A POTVRZUJE DLOUHODOBĚJŠÍ RESTRIKTIVNÍ MĚNOVOU POLITIKU

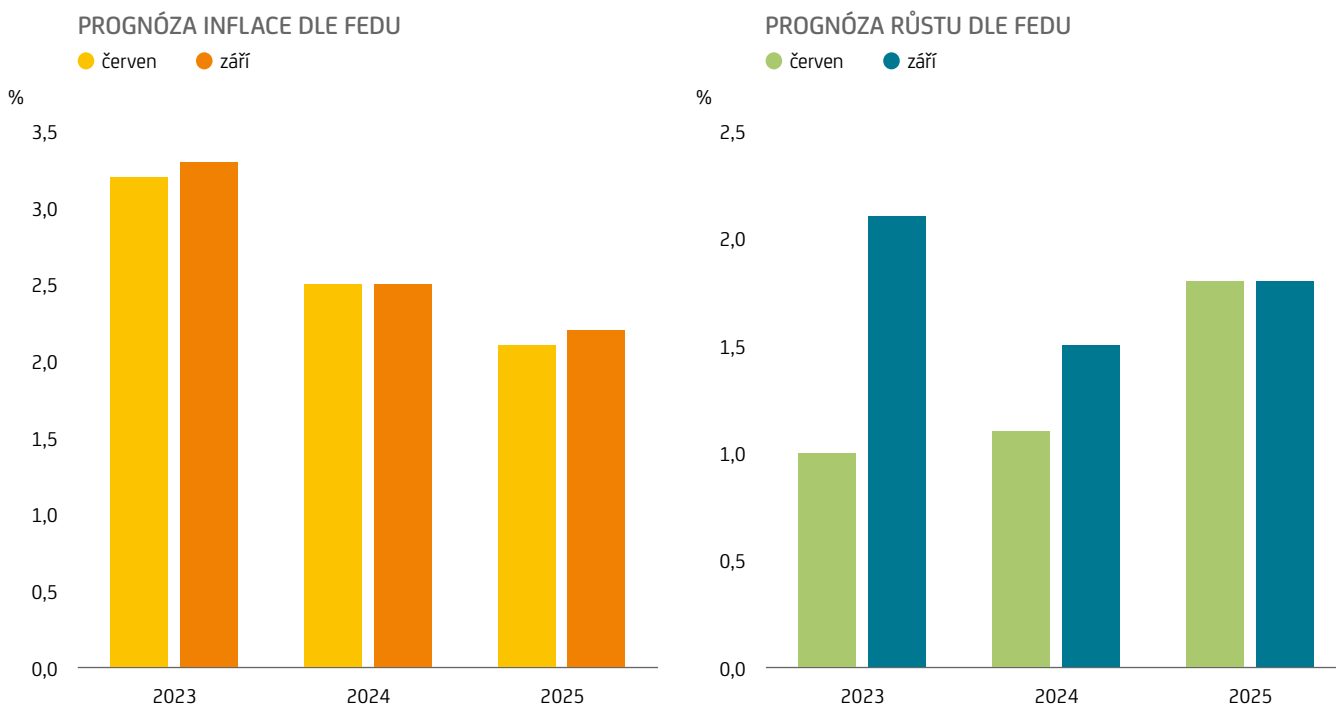
Americký Fed (Federální rezervní systém) na svém posledním zasedání v září ponechal svou hlavní úrokovou sazbu (horní hranici) beze změny na úrovni 5,50 %. Finanční trhy nicméně toto rozhodnutí interpretovaly jako pozastavení restriktivní politiky, neboť Fed navíc výrazně zvýšil své prognózy růstu HDP pro letošní a příští rok. Vzhledem k silné hospodářské aktivitě nyní Fed předpokládá, že úrokové sazby budou muset zůstat na vysoké úrovni delší dobu, aby se inflace udržitelně vrátila k 2% cíli. Zatímco takzvaný „bodový graf“ (výhled úrokových sazeb členů Fedu) stále ukazuje na jedno další zvýšení sazeb v letošním roce, ve srovnání s červnovými projekcemi centrální banky nyní ukazuje další dvě zvýšení v letech 2024 a 2025 (tj. každé o 50 bazických bodů). Rada Fedu pro měnovou politiku (FOMC) nyní navíc očekává, že inflace dosáhne cílového 2% cíle až koncem roku 2026, pokud do té doby zůstanou úrokové sazby restriktivní. Podle našeho názoru však bude daného cíle pravděpodobně dosaženo dříve, protože základní faktory růstu spotřebitelské poptávky se nejspíše dále zhorší a americká ekonomika by mohla na přelomu roku sklouznout do mírné recese, po níž by v roce 2024 následovalo slabé hospodářské oživení. V takovém prostředí již Fed pravděpodobně dosáhl vrcholu vývoje úrokových sazeb. Zachováváme naši prognózu, že Fed v příštím roce sníží sazby o 150 bazických bodů, a to počínaje březnem.

Zdá se, že FOMC si je jistější vyhlídkou na „měkké přistání“<sup>9</sup> americké ekonomiky. Výhled růstu HDP se tak pro rok 2023 zvýšil o 1,1 procentního bodu na 2,1 % a pro rok 2024 o 0,4 procentního bodu na 1,5 % (viz graf č. 3). Zatímco první ze dvou revizí směrem nahoru odráží především lepší údaje v letošním roce, revize směrem nahoru pro příští rok byla spíše překvapením. Prognózy míry nezaměstnanosti byly rovněž revidovány směrem dolů, a to na 3,8 % v letošním roce (z červnových 4,1 %) a 4,1 % v příštím roce (z 4,5 %). Podle našeho názoru jsou tyto revize příliš optimistické. V nadcházejících čtvrtletích lze očekávat pravděpodobné zpomalení spotřeby v důsledku snižujících se rezerv úspor (z přebytku úspor), přísnějších úvěrových podmínek (u bankovních úvěrů) a zpomalení růstu mezd. Fed rovněž zvýšil svou prognózu inflace (inflace PCE<sup>10</sup>) pro letošní rok, i když jen mírně na 3,3 % (z předchozích 3,2 %), zatímco prognózy pro roky 2024 a 2025 zůstaly v podstatě beze změny.

<sup>9</sup> Měkké přistání v hospodářském cyklu je proces, při kterém ekonomika přechází od růstu k pomalému růstu, a nakonec ke stagnaci, kdy se blíží recesi, ale vyhne se jí.

<sup>10</sup> Inflace měřená indexem spotřebitelských výdajů vyjadřuje změnu cen zboží a služeb nakupovaných domácnostmi. Na rozdíl od běžného indexu spotřebitelských cen zohledňuje PCE také změny spotřebních zvyklostí a zahrnuje větší koš zboží.

### 3. FED VÝRAZNĚ ZVYŠUJE PROGNÓZY RŮSTU PRO ROKY 2023 A 2024



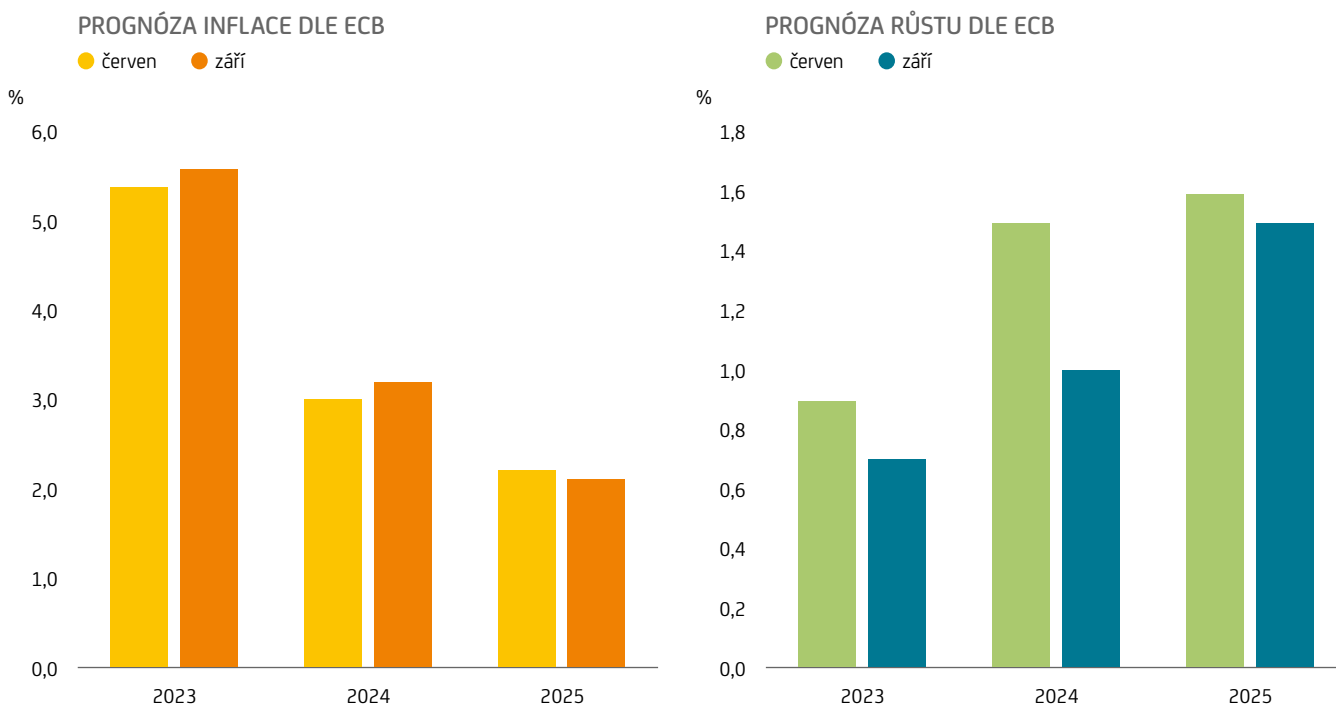
Zdroj: Federal Reserve, BEA, BLS, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

### UMÍRNĚNÉ ZVYŠOVÁNÍ ÚROKOVÝCH SAZEB: ECB ZVYŠUJE HLAVNÍ ÚROKOVOU SAZBU A SNIŽUJE VÝHLED RŮSTU

Na svém zářijovém zasedání Evropská centrální banka (ECB) zvýšila své hlavní úrokové sazby o 25 bazických bodů a naznačila, že cyklus zpřísňování je nyní pravděpodobně u konce. Toto rozhodnutí je do značné míry v souladu s naším hodnocením. Depozitní sazba nyní činí 4 %, refinanční sazba 4,5 %. Rada guvernérů uznala, že razantní zpřísňování měnové politiky (10 po sobě jdoucích zvýšení sazeb) stále více tlumí hospodářskou aktivitu, a domnívá se, že úrokové sazby nyní dosáhly „úrovně, která, bude-li udržena po dostatečně dlouhou dobu, významně přispěje ke včasnému návratu inflace na cílovou úroveň“. Podle našeho názoru bylo rozhodnutí o dalším zvýšení úrokových sazeb vyvážené: na jedné straně se „jestřábi“ dočkali zvýšení sazeb, na druhé straně „holubice“ dostaly signál, že úrokové sazby pravděpodobně dosáhly svého vrcholu. O snižování bilance centrální banky a budoucnosti programu nákupu dluhopisů nebyly zveřejněny žádné zprávy. Celkově bylo rozhodnutí ECB finančními trhy přijato jako „holubičí“ (tj. „umírněné“ z hlediska měnové politiky), a to i přes zvýšení úrokových sazeb. Pokud jde o náš výhled úrokových sazeb, nadále očekáváme dlouhou fázi, kdy úrokové sazby pravděpodobně zůstanou na současné úrovni, přičemž k jejich prvnímu snížení dojde v polovině roku 2024.

Kromě rozhodnutí o úrokových sazbách ECB zveřejnila také nové prognózy inflace a hospodářského růstu v eurozóně (viz graf 4). Podle očekávání byla prognóza HDP výrazně snížena, a to celkem o 0,8 procentního bodu v průběhu tříletého období (od roku 2023 do roku 2025). Většina revize směrem dolů připadá na druhou polovinu roku 2023, pro kterou ECB očekává, že ekonomika bude do značné míry stagnovat. Vzhledem k přenesenému účinku má tato skutečnost největší dopad na průměrnou hodnotu pro rok 2024 (která se snižuje z 1,5 % na 1,0 %). Tento slabší růst sníží vývoj jádrové inflace kumulativně o 0,2 procentního bodu, přičemž dopad bude rovnoměrně rozložen do let 2024 a 2025. Prognóza celkové inflace vydávaná Evropskou centrální bankou byla pro několik příštích čtvrtletí revidována směrem nahoru v důsledku vyšších předpokládaných cen energií, zatímco vývoj na konci horizontu prognózy je nyní o něco slabší než v červnu (kdy byla zveřejněna předposlední prognóza), přičemž se očekává, že inflace klesne na cílovou úroveň 2 % ve druhé polovině roku 2025. Celkově byla prognóza inflace pro rok 2025 snížena z 2,2 % na 2,1 %, zatímco pro roky 2023 a 2024 byla zvýšena na 5,6 % (z 5,4 %), resp. 3,2 % (z 3,0 %). Celkově ECB vidí rizika zhoršení výhledu růstu v eurozóně, zatímco inflační rizika jsou spíše nejasná. Podle našeho názoru ECB vzhledem k hospodářské slabosti eurozóny pravděpodobně přeceňuje proinflační rizika. Rovněž v takovém případě by však měl být vývoj inflace stále konzistentní s hodnocením ECB ohledně dlouhodobě vysokých úrokových sazeb.

#### 4. ECB MÍRNĚ ZVYŠUJE PROGNÓZU INFLACE, ALE VÝRAZNĚ SNIŽUJE VÝHLED RŮSTU



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

#### ČÍNA: SLÁBNOUCÍ EKONOMIKA VYKAZUJE JEN MÁLO ZNÁMEK OŽIVENÍ, JSOU NUTNÁ DALŠÍ PODPŮRNÁ OPATŘENÍ

Poslední zveřejněné údaje naznačují, že Čína možná dosáhla dna svého ekonomického zpomalení. Meziroční růst průmyslové výroby se v srpnu zrychlil na 4,5 % (z 3,7 % v předchozím měsíci) a překonal tak konsenzuální prognózu ve výši 3,9 %. Maloobchodní tržby překvapily ještě víc, když meziročně vzrostly na 4,6 % (z 2,5 % v předchozím měsíci). Konsenzuální prognóza zde činila pouze 3,0 %. Silný růst byl částečně způsoben zvýšením výdajů za pohonné hmoty a šperky. Navzdory těmto překvapivě lepším ekonomickým údajům se domníváme, že je ještě příliš brzy hovořit o oživení. Výroba a spotřeba zůstávají i po nejnovějších uvolněních pod svými historickými trendy. Zejména sektor nemovitostí se stále nachází ve fázi výrazné slabosti, a citelně tak ovlivňuje celkový hospodářský růst. Nedávná stimulační opatření vlády by měla podpořit růst, i když očekáváme, že k dosažení 5% cíle čínské vlády pro růst v letošním roce bude zapotřebí více fiskálních stimulů.

Největším ekonomickým rizikem je podle našeho názoru to, zda jsou plánovaná podpůrná opatření vlády dostatečně rozsáhlá a včasná. Je to proto, že jakýkoli politický stimul bude muset kompenzovat řadu negativně souvisejících faktorů. Například domácí cestovní ruch v Číně, který v létě podporoval hospodářskou aktivitu v sektoru služeb, skončí s koncem školních prázdnin. Kromě toho transakce na trhu s bydlením v menších městech nevykazují tak pozitivní vývoj, jaký lze pozorovat v některých velkých městech. Jinými slovy, realitní sektor zatím nevykazuje zlepšující se trend ve všech oblastech. Politická opatření, která očekáváme, se pravděpodobně dotknou jak měnové, tak fiskální stránky. Očekáváme, že čínská centrální banka do konce roku dále sníží střednědobé úvěrové sazby a povinné minimální rezervy. Pokud jde o fiskální stránku věci, je velmi pravděpodobné, že vládní výdaje na infrastrukturní projekty zrychlí, aby byl splněn stanovený rozpočet. Kromě toho vláda pravděpodobně výrazně zvýší kvótu pro speciální dluhopisy vydávané místními samosprávami na financování velkých projektů.



# Alokace aktiv – správa našeho portfolia

Aktiva		Investiční prostředí	Investiční pohled		
			Nízká váha v portfoliu	Neutrální	Vysoká váha v portfoliu
Hlavní třídy aktiv		Globální akcie	○	●	○
		Globální dluhopisy	○	●	○
		Peněžní trhy	○	●	○
		Alternativy	○	●	○
Hlavní třídy aktiv podrobně	Akcie	USA	○	●	○
		Evropa	○	●	○
		Pacifik (DM <sup>1</sup> )	○	○	●
		Rozvíjející se trhy	○	●	○
	Dluhopisy	Státní dluhopisy zemí EMU	○	●	○
		Státní dluhopisy zemí mimo EMU	○	●	○
		Podnikové dluhopisy invest. stupně EUR	○	○	●
		Podnikové dluhopisy s vysokým výnosem	●	○	○
		Dluhopisy rozvíjejících se trhů (tvrdá měna)	○	●	○
		Dluhopisy rozvíjejících se trhů (místní měna)	○	○	●
	Komodity	Ropa	○	●	○
		Zlato	○	●	○

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

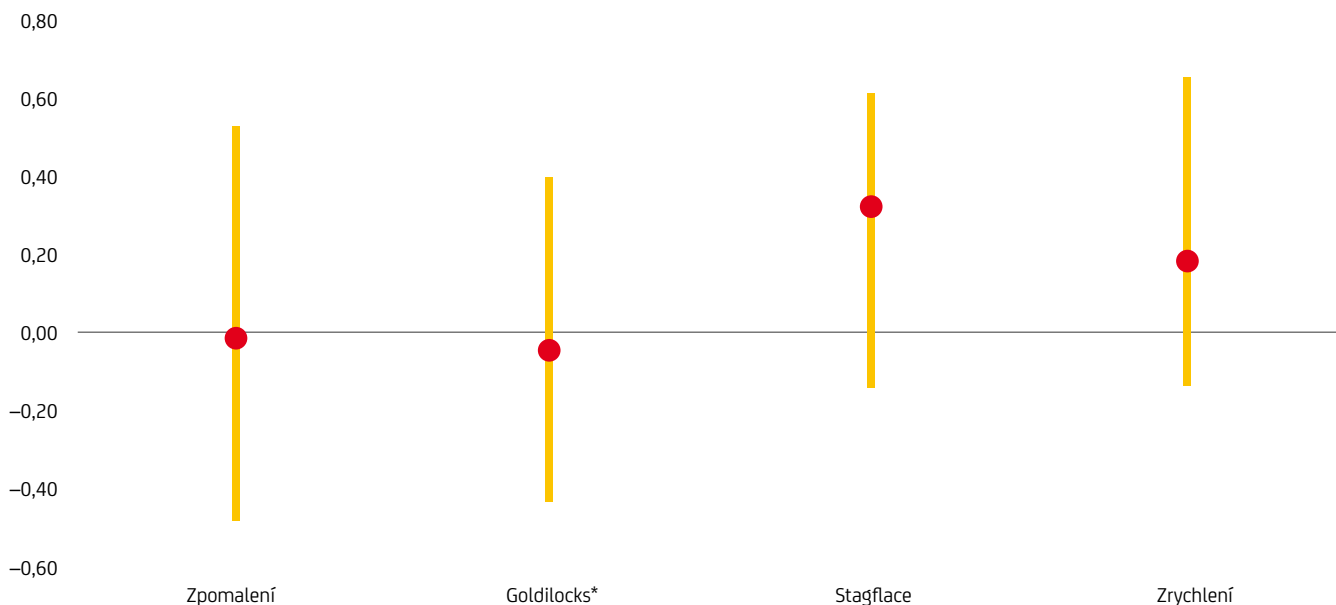
Zhoršení globálního ekonomického růstu a očekávání poklesu inflace v letošním roce a na začátku příštího roku v kombinaci s nedávným růstem výnosů dluhopisů nás vedou k tomu, abychom se znovu výrazně zaměřili na kvalitní dluhopisy, zejména státní dluhopisy.

Dlouhodobý vývoj akcií hodnotíme i nadále konstruktivně, ale zůstáváme defenzivní, protože akcie budou pravděpodobně muset čelit náročným makroekonomickým podmínkám. Vzhledem k jejich dosavadnímu zhodnocení v tomto roce představují akcie krátkodobě asymetrická rizika.

V našem základním makroekonomickém scénáři „zpomalení“, který již probíhá v eurozóně a Číně, s dosud velmi významnou výjimkou USA, by kvalitní dluhopisy ve srovnání s akciemi měly hrát roli makrozajištění a nabízet výhody spojené s větší diverzifikací (tj. zápornou korelací).

Musíme však upozornit na rostoucí riziko „stagflace“, i když to není náš hlavní scénář vývoje. V takovém scénáři, kterému nahrává nedávný nárůst cen ropy v důsledku omezení její nabídky, se výhoda dluhopisů spojená s diverzifikací vytratí (protože mezi dluhopisy a akciemi bude pravděpodobně existovat pozitivní korelace).

## 5. DVANÁCTIMĚSÍČNÍ KORELACE MEZI AKCIEMI A DLUHOPISY



\* Scénář goldilocks je scénářem mírného hospodářského růstu a nízké inflace (též se označuje jako scénář „zlaté střední cesty“).

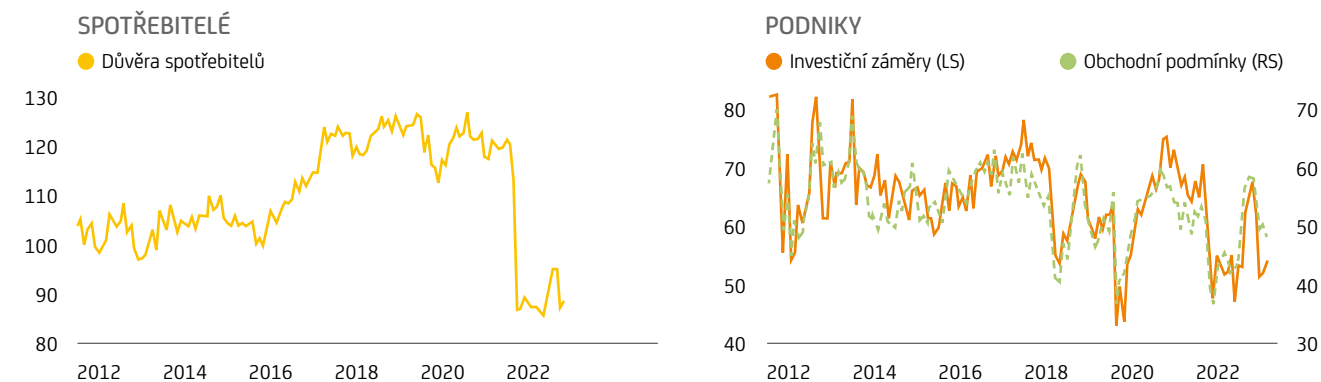
Zdroj: UniCredit Research, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Pokud jde o regionální alokaci akcií, potvrzujeme náš neutrální postoj k americkým akciím vzhledem k solidní ekonomice a stabilním ziskům podniků. Rozsah hospodářského zpomalení v nadcházejících měsících je však nejistý. Plné ocenění akcií činí tuto třídu aktiv zranitelnou v případě hospodářského poklesu.

Vzhledem k nevýraznému růstu, restriktivní politice ECB a zranitelnosti vůči rostoucím cenám ropy a plynu zůstáváme u evropských akcií neutrální. Třída akcií však nabízí dobré příležitosti investorům, kteří se zaměřují na hodnotu a kvalitu.

Potvrzujeme také naši neutrální pozici vůči rozvíjejícím se trhům. Čínská ekonomika prochází strukturálním (stárnutí populace a nízká produktivita veřejného sektoru) a cyklickým (realitní krize) zpomalením. Důvěra spotřebitelů a podniků je silně oslabena realitní krizí, neboť nemovitosti tvoří přibližně 70 % soukromého majetku a 25 % HDP.

## 6. KRIZE NA TRHU S NEMOVITOSTMI V ČÍNĚ OVLIVŇUJE DŮVĚRU SPOTŘEBITELŮ A PODNIKŮ

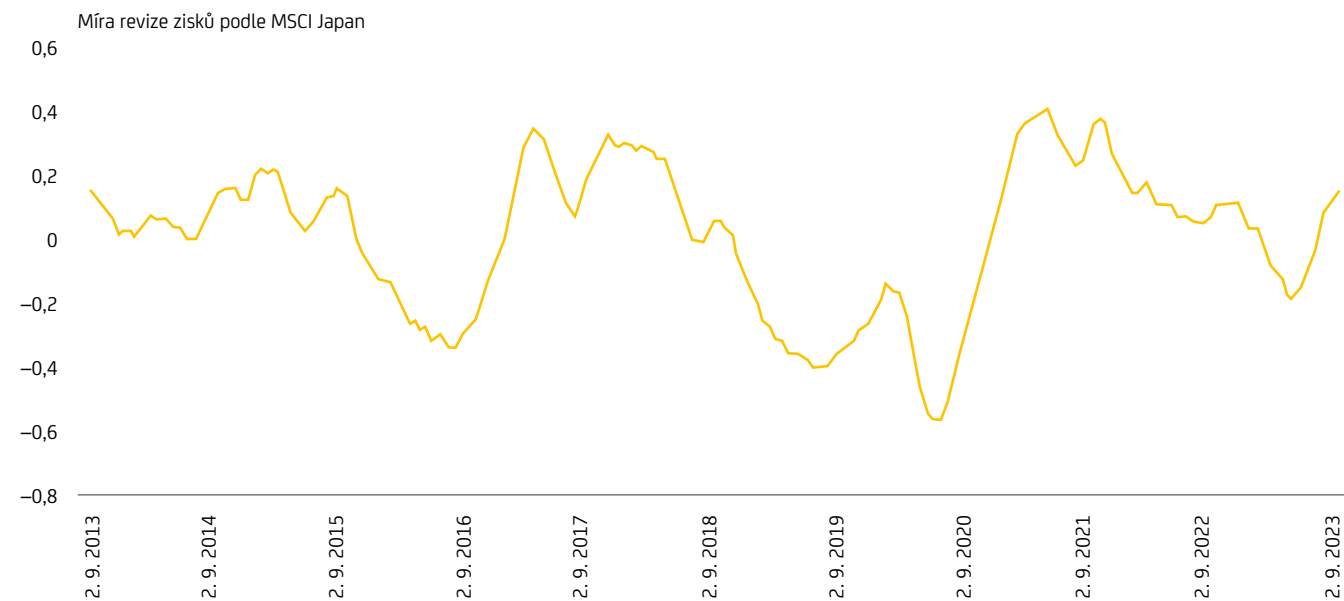


Zdroj: China National Bureau of Statistics (NBS), Cheung Kong Graduate School of Business (CKGSB), oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Lepší vyhlídky vidíme pro Indii, která těží z růstu své spotřeby a z ústupu zahraničních investorů z Číny, a pro Brazílii, vzhledem k očekávání nižších sazeb, neboť inflace klesá a jsou pravděpodobná fiskální opatření. Celkově je ocenění akcií rozvíjejících se trhů nízké. Doporučujeme pečlivý výběr země a odvětví.

Vysokou váhu v portfoliu ponecháváme japonským akciím, které se aktuálně umísťují na dobrých pozicích, pokud jde o ukazatel revize zisků (viz graf č. 7 níže), zatímco nárůst inflace zatím japonskou centrální banku příliš neznepokojuje. Stabilní růst mezd a zvyšující se inflace, spolu s nízkým krátkodobým rizikem restriktivnější politiky japonské centrální banky a posilování jenu, jsou pozitivními faktory pro Japonsko, které se dostává z dlouhé fáze deflace. Kromě toho růst zisků podniků a reforma tokijské burzy podporují intenzivní aktivitu při zpětném odkupu akcií.

## 7. ZLEPŠUJÍCÍ SE MÍRA REVIZE ZISKŮ V JAPONSKU



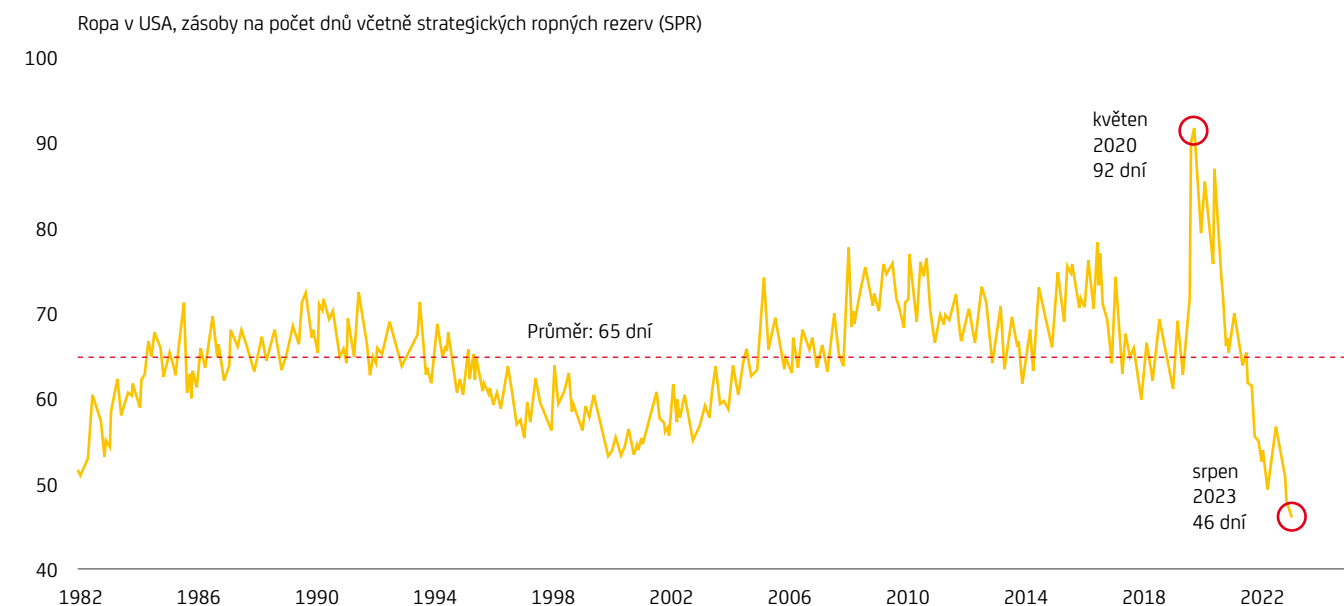
Zdroj: MSCI, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit  
Sledované období: 2. 9. 2013–2. 9. 2023

Pokud jde o alokaci dluhopisů, kromě toho, že preferujeme kvalitní dluhopisy, jako jsou státní a podnikové dluhopisy investičního stupně, se držíme neutrálního postoje k dluhopisům rozvíjejících se trhů. Nabízejí atraktivní carry potenciál a budou těžit z procesu uvolňování úrokových sazeb, který již probíhá v některých důležitých zemích, jako je Brazílie. Nadále zachováváme selektivní strategii a vyhýbáme se zemím s vysokým zahraničním dluhem a schodkem běžného účtu.

Zůstáváme opatrní u podnikových dluhopisů s vysokým výnosem, jejichž spready ještě plně nezohledňují ekonomické zpomalení. Tato třída aktiv má také nižší likviditu.

Co se týče komodit, ceny ropy jsou v krátkodobém horizontu podporovány především omezením nabídky v důsledku snížení produkce zemí OPEC+, nízkými zásobami, ale také rostoucí poptávkou v důsledku opětovného otevření trhu v Číně.

## 8. ZÁSoby ROPY V USA NA ČTYŘICETILETÉM MINIMU



Zdroj: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Co se týče amerického dolaru, v krátkodobém horizontu jej podporuje vyšší růst Spojených států ve srovnání se zpomalením v Číně a eurozóně.



## 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, 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, i když slábnoucí trh práce a odolnost zisku, ale nejistota ohledně rozsahu hospodářského zpomalení. Nadměrná koncentrace na trhu S&P 500.

### NEUTRÁLNÍ AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

Čínské oživení ztrácí na síle a očekáváme více cílené uvolnění měnové a fiskální politiky. 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 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 možné 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 „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 podporuje nedostatečná nabídka. 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.

# Sloupky

Dialog místních investičních ředitelů s klienty

## Odpovědi z Itálie

### MĚLI BYCHOM SE OBÁVAT NEDÁVNÉHO RŮSTU CEN ROPY?

Od nedávného minima z června cena ropy vzrostla přibližně o 20 dolarů. Důvodů je několik, a to jak na straně nabídky, tak na straně poptávky. Pokud jde o nabídku, snížení produkce ropy v rámci dohod zemí OPEC+ bylo překvapením. To ukázalo pevné odhodlání Saúdské Arábie a Ruska, hlavních zemí vyvážejících ropu, zastavit pokles ceny ropy, která je klíčovou veličinou pro stabilitu jejich ekonomických systémů. V USA, které jsou díky nekonvenčním způsobům těžby (břidlicová ropa) předním světovým producentem, navíc došlo k velmi nízkému nárůstu těžby a počet aktivních těžebních závodů se od začátku roku snížil o 100 (stav k 15. září: 515). Tyto faktory vyvolaly pochybnosti o budoucí schopnosti udržet současnou úroveň produkce. Na straně poptávky pak zůstává silná poptávka v USA, kde byl hospodářský růst pružnější, než se očekávalo, což způsobilo pokles zásob. V Asii je v Číně, která je největším světovým spotřebitelem, stále vysoká poptávka i přes nevýraznou fázi reálného hospodářského cyklu. Mezitím spotřeba v Indii (třetí největší spotřebitel na světě po USA) zaznamenává stálý a výrazný nárůst. Na základě tohoto scénáře je obtížné představit si výraznou korekci ceny ropy. Nejdůležitější však je, zda dojde k novému zrychlení inflace a zda bude mít tento vývoj trvalé následky. Ve skutečnosti hrozí, že centrální banky budou muset znovu opakovaně zvyšovat sazby, aby čelily fenoménu inflace, což by mělo následně negativní dopady na trh dluhopisů. Krátká odpověď na tuto otázku zní: Domníváme se, že toto riziko, tedy riziko stagflace (příšerná kombinace nízkého růstu a vysoké inflace!), je malé.

Přesněji řečeno, Fed a ECB vyčkávají, protože inflace zůstává nad stanoveným cílem, ale soustavně klesá. Snížení ceny ropy bylo jistě jedním z hlavních faktorů snížení celkové míry inflace a prostřednictvím přenesených účinků také míry inflace očištěné o energetické a potravinové složky (obzvláště volatilní prvky), tzv. jádrové inflace. Právě ta je považována za spolehlivější pro pochopení budoucího inflačního vývoje. Nedávný pohyb ceny ropy tak bude mít jistě vliv na zvýšení celkové míry inflace. Nesmíme však zapomínat, že dvouciferná inflace po skončení covidové pandemie byla způsobena dvěma mimořádnými událostmi: narušením globálních výrobních a distribučních řetězců a ruskou invazí na Ukrajinu. Proto je nepravděpodobné, že by pouhé zvýšení ceny ropy mělo v současné „normální“ situaci tak ničivé a dlouhodobé dopady na dynamiku cen. V rámci „jádrové“ inflace jsou navíc nejvýznamnější složkou náklady na bydlení, které v USA zažívají výrazný a dlouhodobý pokles. To by mohlo vyrovnat nebo více než kompenzovat nárůst cen ropy. Tuto interpretaci podporují i očekávané míry inflace (vypočtené jako rozdíl výnosů nominálních státních dluhopisů a státních dluhopisů s ochranou proti inflaci), které v posledních měsících vykazují značnou stabilitu. Tyto úvahy nás vedou k potvrzení jedné z našich hlavních investičních tezí, podle které jsou dluhopisy s dobrým ratingem (státní dluhopisy a podnikové dluhopisy s ratingem vyšším než BBB) investicí, která kombinuje dobrý potenciální výnos se schopností ochrany v případě výraznějšího zpomalení ekonomiky.

## Odpovědi z Rakouska

### TERMÍNOVANÉ VKLADY NEBO INVESTICE DO CENNÝCH PAPÍRŮ?

Centrální banky již více než rok různými měnovými opatřeními bojují proti prudkému růstu inflace. Poslední změna úrokových sazeb ECB je dobrou zprávou pro střídatelé. Od poloviny loňského roku zvýšila Evropská centrální banka úrokové sazby již podesáté a depozitní sazbu, kterou komerční banky dostávají od centrální banky za uložení přebytečných prostředků, zvýšila na novou rekordní úroveň 4%. To je nejvyšší úroveň od počátku měnové unie v roce 1999.

Mnozí odborníci očekávají, že dojde k pozastavení nárůstu úrokových sazeb a ty tak dosáhnou svého maxima. Tato úroveň úrokových sazeb je pro střídatelé atraktivním prostředím a rozvíjejí se diskuse, zda by nebylo zajímavější ukládat úspory na termínované vklady namísto investování do cenných papírů. Loňský rok však mnohé investory zneklidnil, protože ukázal, že i státní dluhopisy mohou někdy ztratit více než 10% hodnoty. Takový pokles cen dluhopisů jsme v takovém rozsahu za posledních 50 let nezažili, což mělo negativní dopad na výkonnost mnoha portfolií. Mnoho investorů navíc zneklidňuje velká nejistota ohledně vývoje inflace a ekonomiky v eurozóně. Je nyní vhodné zajistit si vysoké úrokové sazby investováním do termínovaných vkladů, nebo je lepší volbou diverzifikovaná investice do cenných papírů?

Úrokové sazby termínovaných vkladů se na první pohled zdají být zajímavé a nabízejí alternativu k investování do cenných papírů. Rizika spojená s reinvestováním po skončení platnosti sjednané úrokové sazby se však zdají být značná. První snížení úrokových sazeb, ke kterému může za rok dojít, by mohlo mít negativní dopad na reinvestiční prostředí. Včasné využití příležitostí na kapitálovém trhu je z hlediska načasování vstupu na trh obtížné posoudit. Výnosy mnoha dluhopisů jsou však nyní v důsledku dramatického růstu úrokových sazeb opět velmi atraktivní. Nezanedbatelná část nabídky státních dluhopisů se splatností do pěti let se opět pohybuje nad aktuálně zohledněnými inflačními očekáváními, a tak je možné v nejbezpečnějším ze všech segmentů opět dosáhnout kladných reálných výnosů (výnosů snížených o míru inflace). Můžeme směle hovořit o nové éře. Už jen z tohoto pohledu konečné splatnosti se dluhopisy staly opět zajímavými. Pokud se vyhlídky hospodářského růstu stanou chmurnějšími, znovu vyvstane i možnost poklesu výnosů. Nárůst cen, který je v tomto případě možný, může sloužit také jako rezerva proti případnému poklesu cen rizikovějších investic, zejména u smíšených strategií s akciemi i dluhopisy. Riziko však spočívá v tom, že rostoucí výnosy budou i nadále negativně ovlivňovat cenu dluhopisů. Podle našeho názoru cyklus zvyšování sazeb již značně pokročil, a proto tomuto scénáři přisuzujeme nízkou pravděpodobnost. Tohoto prostředí jsme v létě využili k investování likvidity vytvořené na začátku roku do evropských státních dluhopisů. Malá část byla investována také do globálních dluhopisů (dluhopisy vyspělých zemí mimo eurozónu). Tento krok nám umožňuje více těžit z případného poklesu výnosů. Zajistili jsme si atraktivní úroveň výnosu na delší dobu, než by bylo možné u závazku na peněžním trhu.

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



## Odpovědi z Německa

### **ZAČÍNÁ BÝT PRUDKÝ NÁRŮST VÝSTAVBY NOVÝCH VÝROBNÍCH ZÁVODŮ V USA ZDROJEM OBAV PRO FED?**

V USA se Bidenova administrativa snaží snížit ekonomickou závislost na zahraničí, zvýšit odolnost globálních hodnotových řetězců, urychlit ekologickou transformaci a oživit průmyslové regiony, které byly těžce zasaženy globalizací a technologickým pokrokem. Na rozdíl od předchozích období (agresivního) zpřísnování měnové politiky zažívá zpracovatelský průmysl v USA mimořádný rozmach výstavby nových výrobních zařízení díky vhodné regulační a fiskální politice (např. zákon o investicích do infrastruktury a zaměstnanosti, zákon CHIPS a zákon o snižování inflace) a díky štědrým dotacím. Výdaje na stavebnictví ve zpracovatelském průmyslu od počátku roku 2022 rychle rostou, zejména v oblasti výroby počítačů, elektroniky a elektrotechniky, kde se podle údajů amerického ministerstva financí reálné výdaje na stavebnictví v tomto období téměř zčtyřnásobily.

Ačkoli silný hospodářský růst v USA v poslední době vychází pravděpodobně především ze silné soukromé spotřeby (spíše než z opatření americké vlády v oblasti průmyslové politiky), tato opatření s sebou nesou riziko, že rozhodnutí o podnikových investicích budou oddělena od hospodářského cyklu. V tomto ohledu může být nedávný rozmach výstavby nových výrobních závodů příznakem širšího jevu, který by mohl Fedu zkomplikovat jeho úlohu při omezování inflace tím, že ve střednědobém horizontu rozšiřuje výrobní kapacitu ekonomiky (s dezinflačními účinky), ale v krátkodobém horizontu zvyšuje poptávku (s inflačními účinky). Pokud budou chtít podniky využít stávající fiskální stimuly a expandovat, může se stát, že americký trh práce ochladne pomaleji, než se očekávalo. Nelze vyloučit, že měnová politika Fedu bude muset v této situaci zůstat delší dobu restriktivní, zejména proto, že rozšiřování domácích výrobních kapacit jde potenciálně na úkor zvýšení efektivity v důsledku mezinárodního obchodu a specializace, a průmyslová politika by tímto způsobem mohla ve střednědobém horizontu vytvářet také inflační tlaky.

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

## VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	22. 9. 22	22. 9. 18	22. 9. 19	22. 9. 20	22. 9. 21	22. 9. 22	22. 9. 18	1. 1. 23
Do	22. 9. 23	22. 9. 19	22. 9. 20	22. 9. 21	22. 9. 22	22. 9. 23	22. 9. 23	22. 9. 23
<b>Aktiové indexy (celkový výnos, v %)</b>								
MSCI World (v USD)	18,2	2,7	9,2	33,7	-17,4	18,2	45,9	12,5
MSCI Emerging Markets (v USD)	7,8	1,4	9,5	19,3	-24,5	7,8	5,7	3,3
MSCI US (v USD)	16,8	4,1	14,8	35,4	-15,2	16,8	60,3	14,2
MSCI Europe (v EUR)	17,4	6,6	-7,4	32,7	-9,3	17,4	37,9	10,2
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	11,8	-0,2	10,2	19,4	-24,0	11,8	10,2	5,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	17,2	6,5	-5,8	33,0	-10,9	17,2	37,5	9,8
DAX 40 (Německo v EUR)	24,1	1,2	2,0	23,1	-19,2	24,1	25,2	11,7
MSCI Italy (v EUR)	38,0	8,4	-15,4	36,3	-9,6	38,0	53,9	25,3
ATX (Rakousko, v EUR)	16,9	-5,8	-29,2	76,1	-17,8	16,9	12,0	5,9
SMI (Švýcarsko, v CHF)	10,3	15,5	7,1	17,8	-10,5	10,3	42,9	5,9
S&P 500 (USA, v USD)	16,9	4,2	13,0	34,6	-13,2	16,9	60,8	13,9
Nikkei (Japonsko, v JPY)	22,0	-4,7	8,0	29,0	-6,6	22,0	50,1	25,7
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-0,9	21,7	21,6	5,9	-18,1	-0,9	22,0	-1,2
<b>Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-2,3	15,7	13,3	-3,5	-17,4	-2,3	2,4	-1,9
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-1,1	10,3	8,7	-2,4	-13,7	-1,1	0,1	-1,0
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	3,1	12,8	8,6	2,9	-17,7	3,1	7,3	1,6
Německé dluhopisy 10Y (v EUR)	-3,5	11,1	-0,6	-1,2	-18,2	-3,5	-13,6	1,0
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-2,8	10,5	0,6	-0,6	-16,9	-2,8	-10,4	0,6
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	2,6	5,8	0,3	2,0	-15,0	2,6	-5,5	2,7
<b>Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	72	-131	-104	67	238	72	136	60
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	79	-115	-127	42	309	79	183	61
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	53	-109	-99	2	339	53	181	44
Německé dluhopisy 10Y (v EUR)	73	-100	8	18	230	73	225	14
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	83	-103	-3	13	243	83	228	25
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	37	-80	11	-19	358	37	306	9
<b>Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)</b>								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-28	6	18	-47	58	-28	7	-18
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-98	56	161	-236	182	-98	68	-86
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-40	2	-1	-17	92	-40	36	-9
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-127	-1	115	-170	256	-127	77	-73
<b>Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)</b>								
Libor (USD, 3 měsíce)	202	-23	-188	-9	351	202	329	89
Euribor (EUR, 3 měsíce)	284	-7	-11	-4	166	284	428	183
<b>Směnné kurzy eura (změna v %)</b>								
Americký dolar (EUR-USD)	7,7	-6,3	6,9	-0,1	-15,7	7,7	-9,5	-0,2
Britská libra (EUR-GBP)	-0,5	-0,4	3,8	-6,3	1,5	-0,5	-2,9	-2,1
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-0,4	-3,3	-1,3	0,7	-10,5	-0,4	-14,1	-2,0
Japonský jen (EUR-JPY)	13,4	-9,8	4,0	4,7	8,3	13,4	19,2	12,2
<b>Komodity (změna v %)</b>								
Komoditní index (GSCI, v USD)	14,9	24,4	21,5	-7,7	-6,4	14,9	52,9	5,5
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-0,5	-3,5	4,5	43,2	-14,5	-0,5	18,3	-8,5
Zlato (v USD za ryzí unci)	15,4	24,9	24,8	-6,7	-6,0	15,4	60,9	6,2
Ropa (Brent, v USD za barel)	3,3	-17,5	-35,1	82,7	18,4	3,3	18,4	9,9

Upozornění: Minulé hodnoty a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v 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 22. 9. 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 Group za jejich úplnost, správnost a pravdivost neručí a nenese 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 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 nenese 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 22. září 2023.





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



**Adresa**  
Želetavská 1525/1  
140 92 Praha 4 – Michle



**Online**  
[unicreditgroup.eu/clientsolutions](https://unicreditgroup.eu/clientsolutions)