

Kompas pro rok 2025



Stručný přehled

Rok 2024 byl historickým volebním rokem, ve kterém hlasovaly více než dvě miliardy lidí na celém světě. Výsledky byly často překvapivé, ale demokracie prokázala pozoruhodnou odolnost. V roce 2025 se v plném rozsahu ukáže, jaký dopad budou volební změny mít. Mezi nejvýznamnější události bude patřit návrat Donalda Trumpa do Bílého domu, což je klíčový moment, který nepochybně ovlivní globální ekonomiku.

Kompas pro rok 2025, který připravil nově vytvořený tým pro investiční strategii skupiny, nabízí komplexní pohled na naše ekonomické prognózy a jejich hlavní finanční dopady. Trump 2.0 bude jen jedním z mnoha příběhů roku 2025, které budeme zkoumat.

V příštím roce se očekává zesílení geopolitického napětí, nárůst protekcionismu a více intervencionistická průmyslová politika. Toto prostředí však představuje také významné příležitosti k pozitivním změnám. Evropa například možná konečně vyřeší své existenční problémy, protože v dobách skutečné nouze vždy přehodí výhybku. Rozdílné síly, které utvářejí novou globální ekonomiku, povedou k rozdílným vzorcům domácího růstu a inflace na obou stranách Atlantiku. V důsledku toho bude uvolňování měnové politiky v USA a eurozóně probíhat odlišným tempem.

Náš výhled na rok 2025 se tak vyznačuje opatrným optimismem: makroekonomické prostředí charakterizované nižšími úrokovými sazbami a pozitivním hospodářským růstem podpoří chuť riskovat, neboť cyklus zpřísňování měnové politiky poskytl centrálním bankám další nástroje a vytvořil prostor pro případná odvážná opatření. To je dobrá zpráva pro výnosy akcií a dluhopisů v roce 2025, ale nemusí to nutně znamenat, že globální trhy čekají světlé zítřky. Největší potenciál budou mít v nadcházejících čtvrtletích pravděpodobně americké akcie, a to i přes vysokou koncentraci trhu a zvýšené ocenění, ale příležitosti se objeví i v jiných regionech. Po dluhopisech bude poptávka vzhledem k jejich stále atraktivním výnosům, přičemž snížení úrokových sazeb je do státních a podnikových dluhopisů dobře započítáno.

Doufáme, že pro vás budou naše postřehy cenné, a přejeeme vám úspěšný rok 2025.

Manuela

Manuela D'Onofrio
ředitelka
oddělení investiční strategie skupiny

Fabio

Fabio Petti
zástupce ředitele
oddělení investiční strategie skupiny

JAKÝ BUDE NÁŠ SVĚT? 2

Vítejte v éře Trump 2.0

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 3

Trump 2.0 zamlží globální výhled

VÝVOJ NA TRHU 13

Buďte konstruktivní

CO KDYŽ SE MÝLÍME? 23

- Co když se „osa rozvratu“ osmělí k dalším krokům?
- Co když Fed zvýší sazby?

HLAVNÍ PŘÍBĚHY ROKU 2025 26

- Veřejný dluh: USA a eurozóna
- Elektromobily v Evropě
- Umělá inteligence není pouhá bublina

INVESTIČNÍ PŘESVĚDČENÍ 33

Pohled investičních ředitelů

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY 38

Jaký bude náš svět?

Vítejte v éře Trump 2.0

Edoardo Campanella, šéfredaktor, *Kompas pro rok 2025*

Každé čtyři roky, bezprostředně po prezidentských volbách v USA, vydává Národní zpravodajská rada (National Intelligence Council, NIC) zprávu o globálních trendech *Global Trends* – odvážný prognostický počín, který má nastupující administrativě pomoci představit si, jak by svět mohl vypadat za dvě desetiletí. Cílem zprávy není věštit z křišťálové koule, ale spíše identifikovat klíčové strukturální síly utvářející budoucnost.

Nově zvolený prezident Donald Trump obdrží nové vydání zprávy před dnem inaugurace 20. ledna. Zpráva se bude zabývat světem v roce 2045. V roce 2008, kdy se Barack Obama stal prezidentem, vydala NIC publikaci *Globální trendy 2025: transformovaný svět*. S blížícím se koncem roku 2024 si myslíme, že stojí za to zamyslet se nad tím, co NIC předpověděla před dvěma desetiletími, a udělat si lepší představu o tom, co nás v roce 2025 čeká.

Klíčová předpověď zněla: „Mezinárodní systém, jenž vznikl po druhé světové válce, bude do roku 2025 téměř k nepoznání.“ Unipolární uspořádání pod vedením Spojených států mělo být podle očekávání nahrazeno multipolárním světem – chaotickým, nestabilním a s hrozícími konflikty. NIC měla v mnoha ohledech pravdu. Pax Americana se hroutí. Vznikají nová mocenská centra, narůstají vojenské konflikty a svět se geopoliticky rozděluje. Zdá se, že se blíží druhá studená válka.

Trumpovo první funkční období bylo katalyzátorem některých strukturálních trendů, které NIC identifikovala téměř o deset let dříve.

Trump se otočil zády ke globálnímu liberálnímu řádu a za své přijal izolacionismus a protekcionismus. První prezidentství, tedy éra **Trump 1.0**, bylo nakonec disruptivním obdobím narušujícím kontinuitu. **Trump 2.0** bude nepochybně formovat rok 2025, ale tentokrát se očekává, že Trump bude prezidentem kontinuity. Ať se nám to líbí, nebo ne, už žijeme v trumpovském světě, který se vyznačuje bezuzdným protekcionismem, rozsáhlou průmyslovou politikou a rostoucím geopolitickým napětím.

Během svého druhého funkčního období bude Trump pravděpodobně některé z těchto jevů urychlovat otevřeným transakcionismem a unilateralismem. Ve srovnání se svým prvním funkčním obdobím by však mohl být i prezidentem zdrženlivým – alespoň v to doufáme. Dnešní svět je mnohem nebezpečnější než v roce 2016. Se dvěma probíhajícími velkými konflikty na Ukrajině a na Blízkém východě a stále napjatějšími vztahy s Čínou je méně prostoru pro špatný odhad.

Trump 2.0 bude pravděpodobně méně inflační, než se mnozí obávají. Berte jeho volební prohlášení vážně, ale ne doslova. Trump se zaměřuje spíše na rok 2026 (volby v polovině volebního

období) než na rok 2028 (prezidentské volby). Pokud přijme příliš inflační politiku, pravděpodobně za to v roce 2026 zaplatí ztrátou Kongresu. Poté, co v prvních měsících svého prezidentství učiní některá symbolická rozhodnutí týkající se cílených cel, imigrace a daní, aby splnil své předvolební sliby, se pravděpodobně pokusí odvést pozornost od ekonomických slibů k otázkám identity.

Vzhledem k nejistotě a rizikům spojeným s ekonomickým programem Donalda Trumpa bude Fed pravděpodobně opatrnější, než kdyby zvítězila Kamala Harris. Ke snížení sazeb směrem ke 4 % Fed pravděpodobně využije první polovinu příštího roku, kdy ještě nebude patrný žádný dopad Trumpovy politiky. Ačkoli ECB a centrální banka Velké Británie budou pravděpodobně pokračovat směrem k neutrálnímu teritoriu, méně holubičí Fed by je mohl přimět k většímu váhání.

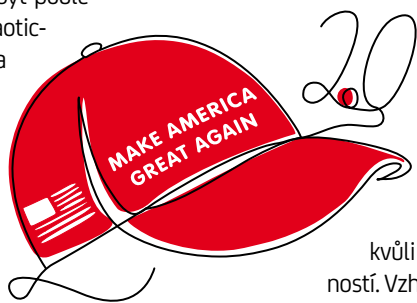
Stejně jako centrální banky se i zbytek světa bude muset přizpůsobit změnám a otřesům, které vyvolal Trumpův návrat do Bílého domu. EU bude v roce 2025 stát před zásadní volbou: zda se stane skutečnou geopolitickou velmocí s ucelenou průmyslovou a obrannou strategií, nebo bude nadále plout světem soupeřících bloků a méně angažovaných Spojených států amerických. V roce 2008 považovala NIC za pravděpodobnější druhý scénář. Dalším velkým úkolem pro Evropu bude pokračovat v plnění závazků v oblasti změny klimatu, a to i přes pravděpodobný neúspěch v této oblasti způsobený nastupující Trumpovou administrativou.

Stejně tak se Čína bude muset rozhodnout, zda změní svůj model růstu založený na vývozu a investicích na růst kladoucí větší důraz na soukromou spotřebu. S Trumpem v Bílém domě bude svět ještě méně ochoten absorbovat nadbytečné kapacity Číny, zejména pokud jde o elektromobily, solární panely a baterie, což by mohlo vést k zesílení současného obchodního napětí.

Zpráva NIC z roku 2008 se téměř nezmiňuje o umělé inteligenci. Tehdy byla umělá inteligence stále ještě rodící se technologií. V roce 2025 bude umělá inteligence i nadále určovat směr akciových trhů, což může vést k napětí na trhu kvůli vysoké koncentraci akcií technologických společností. Vzhledem k zásadnímu významu čipů pro rozvoj umělé inteligence by mohl být Trumpův nejednoznačný postoj k obraně statusu Tchaj-wanu dalším zdrojem volatility pro akcie technologických firem.

NIC ve své zprávě z roku 2008 přehlédla revoluci v oblasti břidlicné ropy v USA, která měla o pět let později změnit podobu trhu s ropou. Zpráva tvrdí, že do roku 2025 vstoupí svět do období ekonomiky po éře ropy, protože se očekává, že nabídka nebude držet krok s poptávkou. Ve skutečnosti se trh s ropou navzdory rostoucí poptávce potýká s problémem nadměrné nabídky, který by mohla ještě zhoršit Trumpova podpora amerického ropného průmyslu. Globální posun směrem k elektrifikaci však způsobuje, že světová ekonomika je méně náročná z hlediska spotřeby ropy a relativně více náročná na kovy. Pokud dojde k eskalaci obchodního napětí mezi USA a Čínou (která kontroluje velké dodávky klíčových kovů), můžeme být v roce 2025 svědky nového typu energetického šoku, který se bude soustředit spíše na kovy než na ropu.

Co NIC v roce 2008 nepředpověděla, byla polarizace americké politiky. Tento trend bude pravděpodobně trvat i po roce 2025.

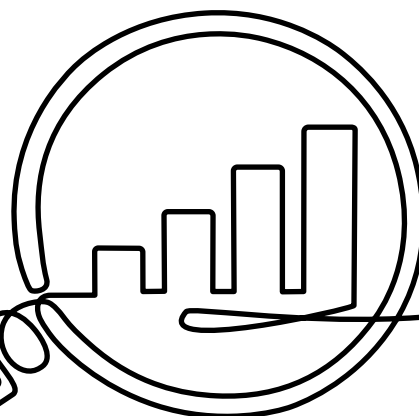


Trump 2.0
bude pravděpodobně
méně inflační, než se
mnozí obávají





Makroekonomický vývoj



REDAKTOR

Marco Valli

AUTOŘI

Tullia Bucco

Edoardo Campanella

Gokce Celik

Loredana Federico

Roberto Mialich

Andreas Rees

Chiara Silvestre Marco Valli

Daniel Vernazza

Trump 2.0 zamlží globální výhled

Globální růst zůstává na nižším rychlostním stupni s omezenými vyhlídkami na zlepšení v blízké budoucnosti, zatímco výsledek prezidentských voleb v USA zvyšuje již tak vysokou geopolitickou nejistotu.

Ačkoli předpokládáme, že budou realizovány pouze některé části programu zvoleného prezidenta USA Donalda Trumpa, nová cla pravděpodobně zatíží globální výrobu, protože utlumí obchod, ovlivní náladu a zkalí výhled týkající se investičních výdajů. Je nepravděpodobné, že by Čína zůstala pasivní vůči uvalení amerických cel a v kontextu rostoucího obchodního napětí bude eurozóna čelit problémům kvůli svému rozsáhlému výrobnímu sektoru. Cla, rostoucí napětí mezi USA a Čínou a zvýšená geoeconomická fragmentace pravděpodobně také způsobí odklon obchodu od USA a vhodí písek do soukolí globálních dodavatelských řetězců. **Světový obchod**, který v letošním roce zaznamenal nejisté oživení, pravděpodobně v roce 2025 nevykáže další pokrok.

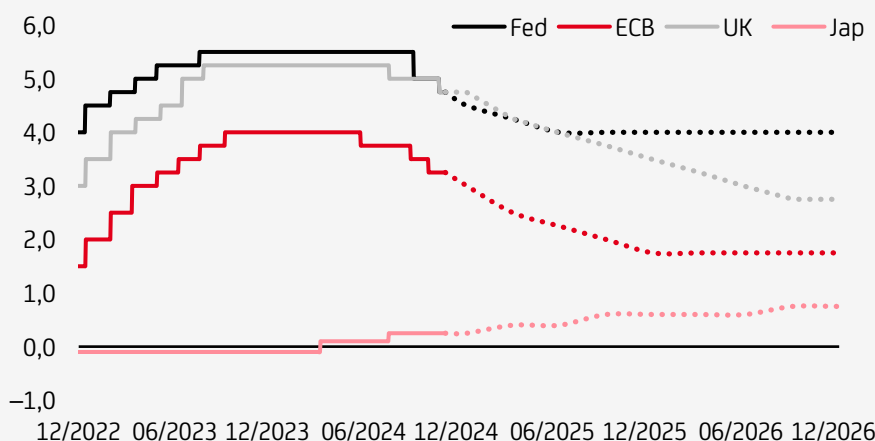
V kontextu rostoucích obchodních bariér je nepravděpodobné, že by mírně nadprůměrný růst v USA, podporovaný ještě víc expanzivní fiskální politikou, byl pro zbytek světa přínosem. Situaci v eurozóně dále komplikuje probíhající proces fiskální konsolidace a absence jasněho strategického směřování v oblasti průmyslu na kontinentální úrovni. V Číně budou stimulační opatření pravděpodobně stačit k zachování finanční stability a zmírnění rizika úplné deflace, ale je nepravděpodobné, že by významně podpořila soukromou spotřebu a vyvedla zemi z trajektorie strukturálně slabšího růstu. Celkově lze říct, že navzdory slabosti ve zpracovatelském průmyslu přispěje sektor služeb pravděpodobně ke stabilizaci růstu **světového HDP** na úrovni těsně nad 3 %.

Trumpovo funkční období může mít také významné důsledky pro válku na Ukrajině a vyhlídky na Blízkém východě.

- Nejpravděpodobnějším scénářem jsou **územní ztráty** Ukrajiny a posun menší Ukrajiny blíže k Evropě, ačkoli dohody o ukončení války pravděpodobně nebude brzy dosaženo.
- Na Blízkém východě se patrně zvýšilo riziko **eskalace napětí** mezi Izraelem a Íránem. Při současné úrovni těžby bude na trhu s ropou v příštím roce díky těžbě v USA nejspíš nadměrná nabídka ropy, což pomůže omezit rizikovou prémii a asi donutí OPEC+ v roce 2025 opět prodloužit omezení těžby. Očekáváme, že cena ropy Brent se bude v horizontu prognózy pohybovat v rozmezí 75 až 80 USD za barel, pokud nedojde k žádnému většímu šoku.

Pokud nedojde k významnému energetickému šoku, bude se **inflace** ve vyspělých zemích zřejmě i nadále přibližovat cílovým hodnotám centrálních bank a obecně očekáváme další pokrok, neboť inflace cen služeb se zpomaluje v souvislosti se slábnoucími mzdovými tlaky, zatímco jadrová inflace cen zboží zůstává nízká. USA se však tomuto trendu budou pravděpodobně vymykat. Nyní očekáváme, že v důsledku obchodní, fiskální a imigrační politiky Trumpovy administrativy dojde k určitému zvýšení inflace v USA, i když načasování a rozsah politických změn zůstávají velmi nejisté. To nejspíš povede k divergenci měnové politiky mezi USA a eurozónou, přičemž se nyní očekává, že Fed zastaví snižování sazeb, zatímco se úrokové sazby budou nacházet v restriktivním pásmu, a ECB bude pravděpodobně nucena snížit sazby mírně pod neutrální úroveň. Japonská centrální banka bude mít naopak větší prostor pro postupné zpřísnování měnové politiky.

GRAF 2.1: MĚNOVÉ UVOLŇOVÁNÍ BUDE VE VĚTŠINĚ JURISDIKCÍ POKRÁČOVAT
ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK, %



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit,
sledované období: prosinec 2022 až prosinec 2026

Fed zůstane v restriktivním pásmu, ECB se posune pod neutrální úroveň

V současné době v našich prognózách převažují **rizika snížení růstu**, a to především proto, že jsme předpokládali částečné a postupné zavádění amerických cel a žádnou eskalaci napětí na Blízkém východě. Pokud bychom se v prvním případě mýlili, výsledné dopady na obchod, důvěru, investiční výdaje a trhy práce by byly výrazně větší, než se v současnosti předpokládá. Pokud by se napětí na Blízkém východě zvýšilo, ceny ropy by vyskočily, pravděpodobně výrazně nad 100 USD za barel, zejména pokud by došlo k narušení přepravy Hormuzským průlivem. Takový šok by eurozónu zasáhl mnohem víc než USA a vyvolal by další divergenci mezi oběma ekonomikami.

1

UVOLNĚNĚJŠÍ FISKÁLNÍ POLITIKA V USA UDRŽÍ RŮST NAD ÚROVNÍ TRENDU

2

POMALÝ HOSPODÁŘSKÝ RŮST V EUROZÓNĚ

3

POKRAČUJÍCÍ ČÍNSKÉ STRASTI

4

MÍRNÉ ZRYCHLENÍ HOSPODÁŘSKÉHO RŮSTU V BRITÁNII

5

MĚNOVÁ POLITIKA JAPONSKE CB SE BUDE NADÁLE LIŠIT

6

POKRAČUJÍCÍ RŮST VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ PŘI FISKÁLNÍ KONSOLIDACI A VNĚJŠÍCH PROBLÉMECH



UVOLNĚNĚJŠÍ FISKÁLNÍ POLITIKA V USA UDRŽÍ RŮST NAD ÚROVNÍ TRENDU

Vzhledem k tomu, že Trump je v Bílém domě a republikáni ovládají obě komory Kongresu, očekáváme, že čistý efekt snížení daní, uvolnění regulace, zvýšení cel a zpřísnění imigrace povede v příštích dvou letech k mírně nadprůměrnému růstu (2,1 % v roce 2025 a 2,3 % v roce 2026). Hodně však bude záležet na načasování, rozsahu a obsahu politických změn, které jsou velmi nejisté.

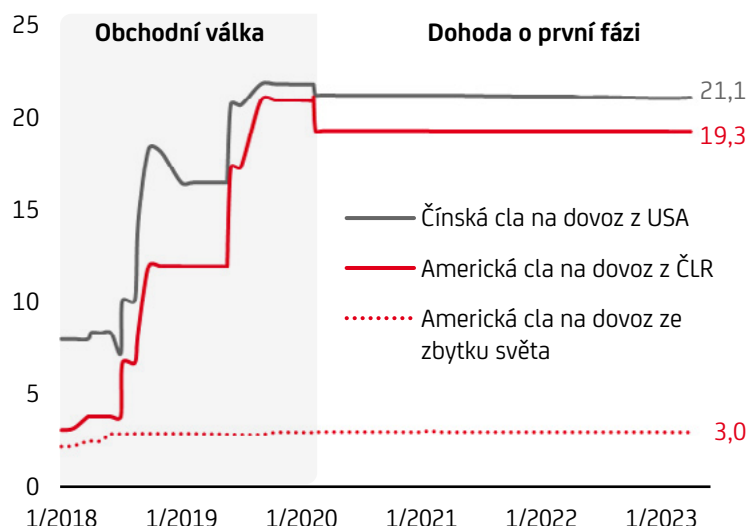
V nejbližším období by ekonomika měla mít slušnou dynamiku. Reálný HDP rostl ve druhém čtvrtletí 2024 a třetím čtvrtletí 2024 meziročním tempem kolem 3 %. Síla **osobní spotřeby** však byla částečně způsobena poklesem míry úspor, zatímco trh práce se ochladil. Ochlazení trhu práce bude na přelomu roku nejspíš nadále postupně pokračovat a stále existuje riziko, že by se růst spotřeby mohl prudčeji posunout směrem dolů a odrazet tak pomalejší růst příjmů.

Výhled USA bude v nejbližší době ovlivněn politikou prezidenta Trumpa. Domníváme se, že vzestupné účinky uvolněnější fiskální politiky (v hodnotě přibližně 1,5 až 2 % HDP, zahrnující především snížení daní) a omezení regulace by vyvážily sestupné účinky vyšších cel a přísnější imigrační politiky (včetně očekávané deportace některých nelegálních přistěhovalců). Uvedené předpokládá částečnou realizaci Trumpových **předvolebních slibů** týkajících se cel a hromadných deportací, což znamená, že hrozí nepříznivý vývoj z hlediska růstu HDP, pokud Trump svůj program realizuje v plném rozsahu. Zavádění cel by mohlo začít na jaře 2025 a na podzim by měl následovat daňový balíček.

Námi předpokládané uvolnění fiskální politiky v rozsahu 1,5 až 2 % HDP doplňuje úplné prodloužení jednotlivých snížení daní obsažených v **zákoně o snížení daní a o pracovních místech z roku 2017** (Tax Cuts and Jobs Act, TCJA), jejichž platnost by jinak končila na konci roku 2025. Takové prodloužení by přímo nezvýšilo HDP, protože případné neprodloužení by hospodářský růst výrazně zbrzdilo. Pokud by byl horizont naší prognózy delší než dva roky, očekávali bychom zpomalení růstu pod úroveň trendu, protože dočasný impulz z uvolnění fiskální politiky vyprchá a změní se v brzdu spolu se zpožděnými účinky restriktivní a dlouhodobější měnové politiky na ekonomiku.

Vyšší tarify, omezená migrace a mírně nadprůměrný růst (kdy ekonomika začíná v podstatě z úrovně nulové volné kapacity) budou pravděpodobně vytvářet tlak na růst spotřebitelských cen, takže **inflace** bude v příštím roce **vyšší než cílová**, na úrovni 2,3 %, a v roce 2026 na úrovni 2,5 %. Fed bude muset zpozornět poté, co na prosincovém zasedání snížil sazby o 25 bazických bodů. Vzhledem k tomu, že bude trvat několik měsíců, než budou politiky Donalda Trumpa oznámeny a zavedeny, a poté, než se projeví v ekonomice, domníváme se, že Fed bude v prvním pololetí roku 2025 pokračovat ve snižování sazeb, ale pravděpodobně pomalejším tempem 25 bb za čtvrtletí. V druhé polovině roku 2025 bude **Fed** pravděpodobně **vyčkávat**, neboť výhlídky na inflaci vyšší než cílovou a na mírně nadprůměrný růst by vyžadovaly vyšší trajektorii sazeb než v opačném případě. Cílová sazba federálních fondů by se tak do roku 2026 a v jeho průběhu pohybovala v rozmezí 3,75 až 4,00 %, což je poněkud výše, než očekáváme, že by se měla pohybovat dlouhodobě neutrální sazba (ta by měla být kolem 3 % nebo mírně nad úrovní 3 %). Očekáváme, že kvantitativní zpřísnění bude ukončeno na jaře 2025, ale přesné načasování tohoto kroku bude určeno vývojem sazeb na peněžním trhu a dalšími ukazateli likvidity (aby bylo možné posoudit, kdy již rezervy sice nejsou nadměrně vysoké, ale jsou stále dostatečné).

GRAF 2.2: PŘIPRAVUJÍ SE NOVÉ CELNÍ SAZBY
CELNÍ SAZBY MEZI USA A ČÍNOU A VŮČI ZBYTKU SVĚTA, %



Zdroj: PIIE, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 2018–2023

Zavádění cel by mohlo začít na jaře 2025 a na podzim by měl následovat daňový balíček. Změna regulačních pravidel bude probíhat pomalu

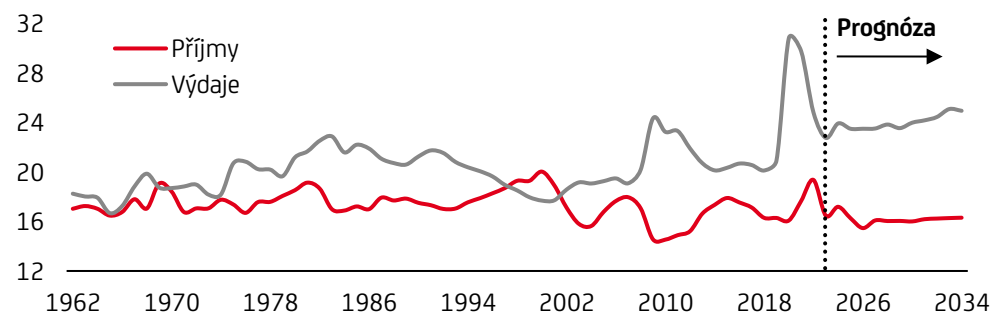


Přečtěte si náš příběh roku 2025
Veřejný dluh:
USA a eurozóna



GRAF 2.3: PROHLUBUJÍCÍ SE ROZPOČTOVÝ DEFICIT USA

PŘÍJMY A VÝDAJE FEDERÁLNÍ VLÁDY, % HDP



Poznámka: Prognóza výdajů pochází od Rozpočtového úřadu Kongresu. Prognóza příjmů je prognózou společnosti UniCredit založenou na předpovědi Rozpočtového úřadu Kongresu, úplném prodloužení snížení daní obsaženého v zákoně o snížení daní a o pracovních místech (TCJA) a na dodatečném snížení daní v hodnotě 1,5 % HDP.

Zdroj: Rozpočtový úřad Kongresu, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 1962–2034

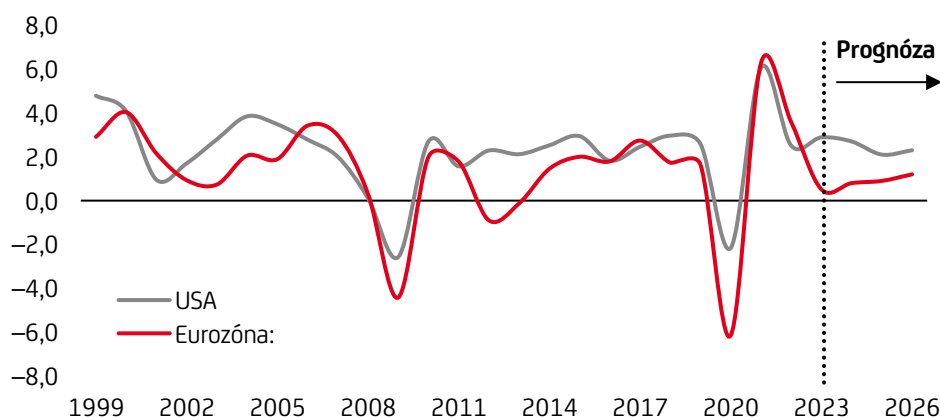
2

POMALÝ HOSPODÁŘSKÝ RŮST V EUROZÓNĚ

Eurozóna pravděpodobně zůstane uvězněna v prostředí nízkého růstu a bude nadále výrazně zaostávat za USA, pokud jde o hospodářskou aktivitu, částečně v důsledku politiky D. Trumpa. Podle naší prognózy vzroste HDP eurozóny v roce 2025 o 0,9 %, což je jen nepatrně více než 0,8% růst očekávaný v letošním roce, přičemž Německo, Francie a Itálie by měly růst o něco méně než eurozóna jako celek. V roce 2026 oživení pravděpodobně získá určitou dynamiku a aktivita v eurozóně poroste tempem, které bude zhruba odpovídat potenciálu.

GRAF 2.4: VELKÝ ROZDÍL V RŮSTU MEZI USA A EUROZÓNOU

ROČNÍ RŮST HDP, %



Zdroj: Eurostat, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 1999–2026

Aktivitu podpoří dva hlavní faktory:

1. Mírné zrychlení soukromé spotřeby s návratem reálných mezd na úroveň před pandemií. Zvýšená ekonomická nejistota a oslabení trhu práce však pravděpodobně zabrání výraznějšímu poklesu míry úspor ze současné vysoké úrovně.
2. Normalizace měnové politiky by měla podpořit stavebnictví a přinést úlevu pro investiční výdaje v době, kdy je výhled vnější poptávky méně zřetelný.

V **Německu**, kde ceny nemovitostí od doby, kdy ECB začala zvyšovat sazby, klesly o více než 10 %, hovoří pro obrát v sektoru bydlení uvolněnější měnová politika, ale také silná poptávka po bydlení v důsledku rostoucího počtu obyvatel.

Itálie pravděpodobně nebude následovat zlepšující se trendu v oblasti investic do bydlení, protože jsou v zemi omezovány velkorysé pobídky související s renovací budov. Jak rychlý a intenzivní bude tento efekt, je podle našeho názoru jednou z neznámých ve výhledu růstu Itálie. Země má však i nadále dobré předpoklady k tomu, aby mohla těžit z realizace národního plánu obnovy a odolnosti. Přestože zatím



bylo vyčerpáno pouze 30 % ze zdrojů nástroje Next Generation EU (NGEU) přidělených Itálii, jsme i nadále přesvědčeni, že výdaje se v nadcházejících čtvrtletích zrychlí, neboť většina investičních projektů již byla zahájena. Prorůstový impuls se proto pravděpodobně výrazně zvýší, zejména v příštím roce.

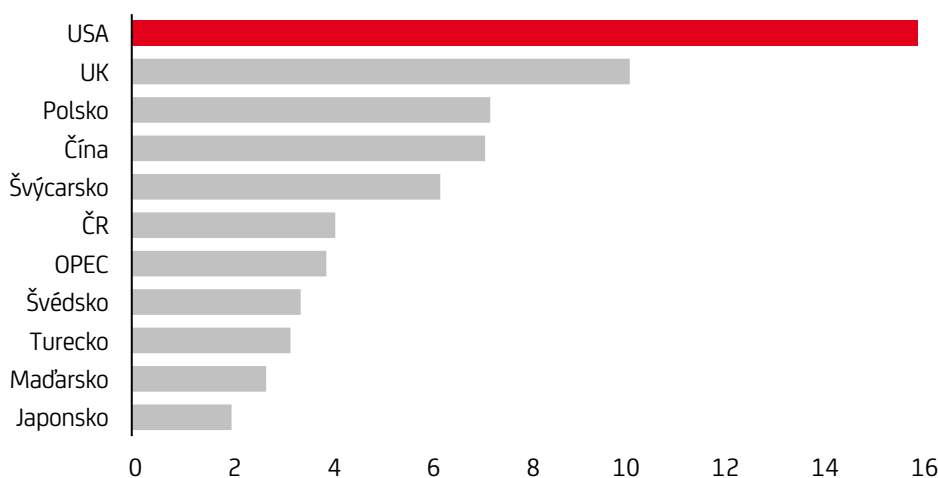
Zahraniční obchod eurozóny pravděpodobně přestane podporovat růst a bude naopak brzdou růstu, a to zejména v důsledku očekávaných vyšších cel v USA, které jsou jejím hlavním vývozním trhem a na které připadá téměř 16 % celkového obchodu se zbožím mimo eurozónu. Pokud vezmeme v úvahu extrémní scénář založený na Trumpových předvolebních slibech, cla na dovoz z EU do USA by se během druhého Trumpova funkčního období mohla zvýšit na 10 % ze současných průměrných 3 %. Z největších zemí eurozóny bude rizikům spojeným s vyššími cly pravděpodobně nejvíce vystaveno Německo, neboť množství zboží, které vyváží do USA, dosahuje téměř 4 % národního HDP, následuje Itálie (3,2 %) a Francie (1,6 %).



Zahraniční obchod v eurozóně pravděpodobně přestane podporovat růst, a bude naopak brzdou růstu

GRAF 2.5: USA JSOU HLAVNÍM VÝVOZNÍM TRHEM EUROZÓNY

HLAVNÍ OBCHODNÍ PARTNEŘI PRO VÝVOZ ZBOŽÍ Z EUROZÓNY, % VÝVOZU MIMO EUROZÓNU



Zdroj: Eurostat, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 2023



**Přečtěte si náš
příběh roku 2025**
Elektromobil
v Evropě

Automobilový sektor, na který se protekcionistická opatření v USA zřejmě zaměří, bude pravděpodobně i nadále pod tlakem vzhledem k vysoké nejistotě, tvrdé čínské konkurenci a strukturálním problémům německých automobilových společností.

Fiskální politika (s výjimkou nástroje Next Generation EU) bude mít pravděpodobně restriktivní dopady v rozsahu 0,3–0,5 % HDP, a to zejména v důsledku zpřísnění fiskální politiky ve **Francii**. Divokou kartou je možnost expanzivnější fiskální politiky v Německu po únorových předčasných volbách. Zdá se, že CDU/CSU, která v průzkumech veřejného mínění jasně vede s více než 30% podílem hlasů, je stále nakloněna tomu zachovat dluhovou brzdu.

Vzhledem k rostoucí pravděpodobnosti, že prezident Trump bude na **Německo** tlačit, aby zvýšilo vojenské výdaje, a vzhledem k potřebě modernizovat německou infrastrukturu by však kompromisem po volbách mohlo být zmírnění dluhové brzd a/nebo zavedení stínového rozpočtu na financování výdajů na obranu, přechod na novou energetiku atd. K tomu by však byla zapotřebí dvoutřetinová většina v Bundestagu i v Bundesratu. Expanzivnější fiskální politika v Německu by byla dobrou zprávou pro zemi i pro Evropu, pokud by zvýšila pravděpodobnost, že v době, kdy politické vyhlídky zůstávají plně nejistoty, bude vyvinuto společné úsilí o zvýšení investic do kritických oblastí, jako je obrana a dvojí (zelená a digitální) transformace. V této souvislosti je Francie v centru pozornosti. Jedním z hlavních rizik, kterým čelí, je scénář, podle něhož bude francouzský parlament v červnu příštího roku (tedy nejdříve, kdy k tomu může dojít) opět rozpuštěn, což zvýší politickou nestabilitu a vyvolá tlak na odstoupení prezidenta Emmanuela Macrona. V obavách z vítězství krajně pravicové Marine Le Penové v příštích prezidentských volbách by trhy mohly být stále nervóznější a mohl by zesílit tlak na snížení úvěrového ratingu státu. Za těchto okolností by se rating Francie mohl snížit na úroveň A.



Po výrazném **hromadění pracovní síly** v posledních dvou letech se pravděpodobně sníží počet nových zaměstnanců, protože firmy v eurozóně po postpandemickém boomu zaznamenaly zpomalení růstu zisků. To zvýší rizika nepříznivého vývoje na trhu práce, i když pokles je nepravděpodobný, protože se zdá, že podniky se v souvislosti s nepříznivým demografickým vývojem více než v předchozích cyklech zdráhají propouštět zaměstnance.

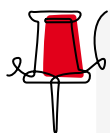
GRAF 2.6: VÝRAZNÉ HROMADĚNÍ PRACOVNÍ SÍLY V PRŮMYSLU
PRŮMYSL (4. čtvrtletí 2019 až 2. čtvrtletí 2024, ZMĚNA V %)



Zdroj: Eurostat, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 4. čtvrtletí 2019 až 2. čtvrtletí 2024

Snižování inflace v eurozóně je na dobré cestě a celková inflace se v průběhu roku 2025 pravděpodobně ustálí na 2 % cíli ECB nebo mírně pod ním. Inflation cen služeb se již rok pohybuje kolem 4 %, ale blíží se její zpomalení. Podle našich prognóz budou ceny služeb hnací silou závěrečné fáze zpomalování růstu jádrové inflace, neboť růst mezd se v příštím roce výrazněji zmírní. Podniky v eurozóně obecně pociťují slabší vliv na určování cen a jsou nuceny větší podíl nákladů na pracovní sílu absorbovat do svých ziskových marží. Předstihové ukazatele naznačují, že dezinflační impulzy z cen zboží a potravin slábnou, i když i v příštím roce tento slabý tlak pravděpodobně přetrvá.

Rostoucí rizika pro výhled zaměstnanosti a rychlý pokles inflace pravděpodobně způsobí, že **ECB** brzy opustí svoji restriktivní měnovou politiku. Očekáváme snížení o 25 bb na po sobě jdoucích zasedáních až do března, kdy depozitní sazba pravděpodobně dosáhne 2,50 %, což je úroveň, kterou většina členů Rady guvernérů ECB zřejmě považuje za zhruba neutrální. Poté by se tempo uvolňování mohlo zpomalit a vrátit se ke čtvrtletnímu tempu snižování. Vzhledem k našemu očekávání, že americká cla budou v průběhu příštího roku ovlivňovat hospodářskou aktivitu v eurozóně a že inflace se bude pohybovat kolem 2 % cíle ECB, jsme k naší projekci uvolňování přidali poslední snížení o 25 bb, přičemž depozitní sazba nyní podle našeho názoru dosáhne v prosinci 2025 **konečné úrovně 1,75 %**. Podle našeho názoru by to bylo mírně pod neutrální úrovní základní úrokové sazby centrální banky. Obecně platí, že při řešení dopadů výsledku amerických voleb bude muset ECB kalibrovat svou politickou reakci na základě vývoje finančních podmínek v eurozóně. V tomto ohledu budou hrát při utváření myšlení Rady guvernérů obzvláště důležitou roli dva faktory: euro a dlouhý konec výnosových křivek v eurozóně. Pokud by euro výrazně oslabilo, ECB by měla menší prostor pro snížení sazeb pod neutrální úroveň, zatímco tlak na růst dlouhodobých výnosů vyvolaný možným výprodejem amerických státních dluhopisů by hovořil pro rychlejší a hlubší snižování sazeb ECB. Domníváme se, že úrokové sazby zůstanou v roce 2026 beze změny, neboť inflace se bude pravděpodobně pohybovat kolem 2 %, pokud nedojde k výraznému šoku v cenách komodit.



ČAS POSTAVIT SE VÝZVÁM ČELEM

Bývalý italský premiér **Mario Draghi** ve své nedávné zprávě o konkurenceschopnosti Evropy varoval, že bez změny myšlení hrozí EU „pomalá agonie“. Druhá Trumpova administrativa by mohla Evropu přimět k tomu, aby se pustila do řešení některých svých přetrvávajících strukturálních problémů, od nedostatku inovací a chybějící přeshraniční infrastruktury až po neúplný jednotný trh a nevhodnou strukturu správy. Zdá se však, že kontinentální politický kontext není takové změně příliš nakloněn, neboť strategické priority jednotlivých členských států EU se liší a začínají se prosazovat euroskeptické síly. Éra Trump 2.0 by mohl tuto dynamiku ještě zhoršit, dále rozdělit EU a posílit neliberální demokracie ve východní Evropě. Pokud navíc Evropa nebude moci pod Trumpovým vedením považovat americký bezpečnostní deštník za samozřejmost, budou vlády jednotlivých zemí čelit obtížnému kompromisu, pokud jde o přidělování částí státních rozpočtů na obranu nebo na sociální programy. Od konce studené války se výrazně zvýšily vládní výdaje na sociální programy, zatímco výdaje na obranu zůstaly zhruba stejné. Zvrátit tento trend bude politicky nákladné.



POKRAČUJÍCÍ ČÍNSKÉ STRASTI

V roce 2025 se pravděpodobně zvýší obchodní napětí mezi Čínou a USA. V předvolební kampani Trump zopakoval svůj záměr uvalit 60% clo na veškerý dovoz z Číny do USA a dokonce slíbil, že pokud se Peking pokusí oslabit mezinárodní roli amerického dolaru, uvalí na něj 100% clo. V zájmu omezení domácích inflačních tlaků před volbami v polovině volebního období se Trump přinejmenším v prvních měsících svého funkčního období pravděpodobně omezí na **cílená opatření** ve vybraných odvětvích.

To mu umožní zachovat si domácí politickou podporu a vytvořit si páku pro případná pozdější jednání s Čínou. Z tohoto důvodu budou důsledky pro růst Číny pravděpodobně omezené. Obecně lze říct, že od nástupu Trumpa do prezidentského úřadu během jeho prvního funkčního období se USA postupně stávají pro Čínu méně významnou exportní destinací, přičemž čínský vývoz do USA klesl ze zhruba 18 % přibližně na 14 %. **Centrální banka ČLR** navíc nejspíš podpoří čínský exportní sektor tím, že nechá čínský jüan devalvovat, a to i díky tlumeným domácím inflačním tlakům. I bez eskalace obchodního napětí a s cílem kompenzovat anemickou domácí poptávku očekáváme, že se kurz amerického dolaru k čínskému jüanu v příštím roce posune k 7,30 až 7,35. Pokud USA zavedou 60% cla a pokud se Peking rozhodne prudce oslabit vlastní měnu, aby kompenzoval dopad těchto cel, kurz USD k čínskému jüanu pravděpodobně dále poroste, pravděpodobně i výrazně nad úroveň 7,40, v závislosti na tom, na kolik sektorů se Trumpova administrativa zaměří. Je však nepravděpodobné, že by Čína zůstala pasivní. Stejně jako během prvního Trumpova funkčního období Čína zřejmě přijme odvetná opatření a výzkum ukázal, že asi přijme politicky cílená opatření. V roce 2018 byla čínská **odvetná cla** pečlivě vybrána tak, aby se zaměřila na zboží vyráběné v okresech, kde mají republikáni tradičně silnou podporu. Jasným příkladem jsou zemědělské produkty, například sója, kde Čína snížila svou expozici vůči USA a zároveň zvýšila svou závislost na Brazílii.

Podíl čínského vývozu do
USA na celkovém vývozu

14,3 %

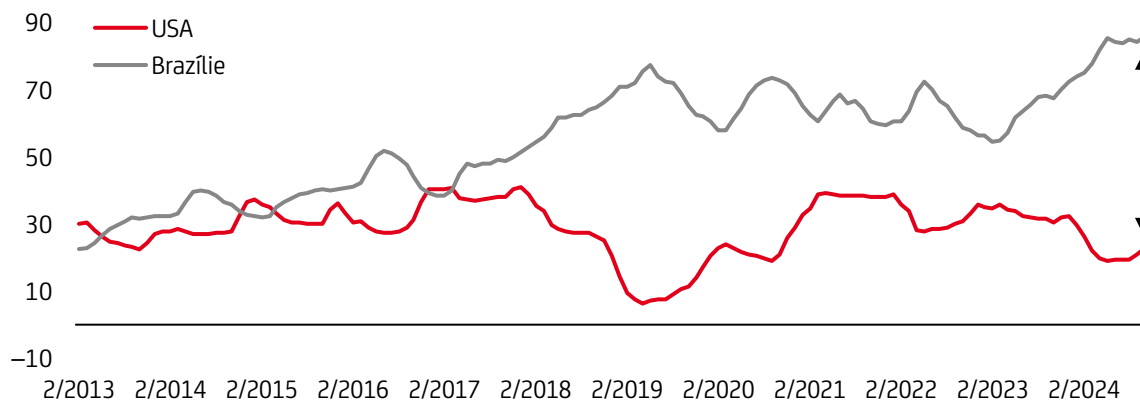
2024

18,2 %

2017

GRAF 2.7: CLA VEDOU K PŘESMĚROVÁNÍ OBCHODU

DOVOZ SÓJOVÝCH BOBŮ DO ČÍNY (V MIL. TUN, 12 MIL. KUMULOVANĚ)

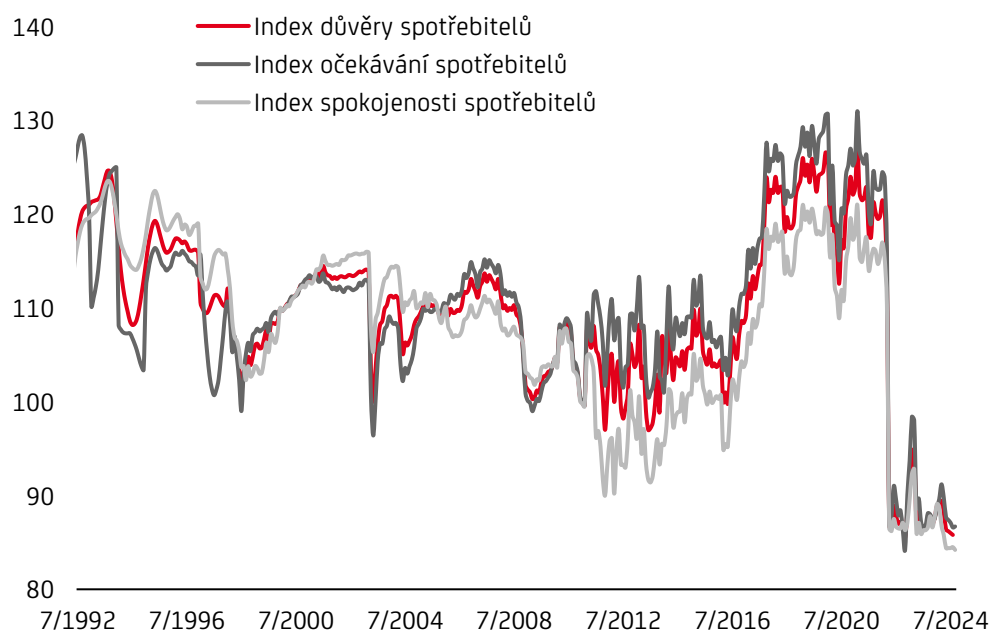


Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: únor 2013 až únor 2024

Zvýšené problémy čínského vývozu pravděpodobně odhalí slabost domácí poptávky v situaci, kdy chybí odvážná opatření na podporu spotřeby. To posiluje naše přesvědčení, že strukturální zpomalení hospodářského růstu Číny bude pokračovat, přičemž v roce 2025 by měl HDP vzrůst o 4,5 % a v roce 2026 o 4,2 %, zatímco v letošním roce dosahoval růst 4,8 %. Na čínskou ekonomiku budou mít negativní dopad pravděpodobně dva hlavní faktory. Zaprvé stále probíhá změna růstového modelu země, která se odklání od nemovitostí a těžkého průmyslu a zaměřuje se na výrobu s vysokou přidanou hodnotou a strategičtější výrobu (tj. elektromobily, špičkové technologie, baterie atd.). Za druhé **důvěra spotřebitelů** zůstává na samém dně, především proto, že bohatství čínských domácností je obvykle vázáno na hodnotu nemovitostí, která v posledních letech klesá, a to v kontextu rostoucí nezaměstnanosti a slabé sociální záchranné sítě.



GRAF 2.8: ČÍNŠTÍ SPOTŘEBITELÉ JSOU PESIMISTIČTÍ



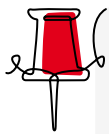
Zdroj: NBS, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: červenec 1992 až červenec 2024

Vzhledem k tomu, že oživení soukromé spotřeby by vyžadovalo podporu sektoru nemovitostí, což by oddálilo strukturální transformaci ekonomiky, očekáváme, že Peking bude i nadále přijímat politická opatření zaměřená na stimulaci nabídkové strany ekonomiky víc než na stranu poptávky (například prostřednictvím měnových opatření zaměřených na poskytování úvěrů firmám a drobných peněžních dávek domácnostem s nízkými příjmy). Je to proto, že čínský finanční systém je zaměřen především na nabídkovou stranu ekonomiky. Úvěry směřují prostřednictvím podniků, státních podniků, místních samospráv a ústřední vlády do infrastruktury, nemovitostí a výroby, což následně vede ke zvýšené produkci podniků, které si pak silně konkurují cenami. Odvážná opatření na podporu spotřeby by vyžadovala reformy, jako je zavedení sociálního státu západního typu, aby se vyřešil problém trvale nízkých spotřebitelských výdajů v poměru k HDP a vysokého podílu úspor. Myslíme si, že k tomu v nejbližší době pravděpodobně nedojde.

Nerovnováha mezi poptávkou a nabídkou na domácím trhu zase zůstane v Číně zdrojem deflačních tlaků, přičemž inflace měřená indexem spotřebitelských cen pravděpodobně zůstane v roce 2025 pod 1,0 %. **Přebytečné kapacity** Číny bude třeba absorbovat v zahraničí (tzv. druhý čínský šok), s čímž bude spojeno značné obchodní napětí. Očekáváme, že centrální banka ČLR v zájmu další podpory ekonomiky oznámí další snížení čtrnáctidenní reverzní repo sazby, povinných minimálních rezerv a sedmidenní reverzní repo sazby.

Nerovnováha mezi
poptávkou a nabídkou v Číně
bude i nadále zdrojem deflačních
tlaků na domácím trhu





JAK SE VYROVNAT S DRUHÝM ČÍNSKÝM ŠOKEM

Svět čelí **novému exportnímu boomu** z Číny. Během prvního čínského šoku, který proběhl v letech 2003 až 2015, se podíl Pekingu na světovém vývozu zvýšil z méně než 5 % na přibližně 12 %. Poté až do vypuknutí pandemie podíl Číny klesal, ale nyní se blíží 15 %, což je historicky nejvyšší hodnota. Mezi oběma šoky jsou zajímavé rozdíly.

První čínský šok se týkal vývozu levného zboží nízké kvality a s nízkou přidanou hodnotou. Místo toho Čína nyní vyváží technologicky vyspělé zboží, jako jsou elektromobily, baterie nebo solární panely, které jsou kvalitnější a cenově dostupnější než to, co dokážou vyrobit západní podniky. Dalším zajímavým rozdílem mezi oběma šoky je, že první z nich se týkal nuceného transferu technologií ze Západu do Číny. Nyní by se měl Západ snažit získat přístup k čínskému know-how, zejména v oblasti zelených technologií.

Pragmatickým řešením tohoto problému by bylo přilákat čínské podniky do Evropy a USA. Tímto způsobem by se zmírnily negativní dopady čínské konkurence na zaměstnanost, protože čínské podniky by se spoléhaly na místní pracovní sílu a dodržovaly by místní pracovní předpisy. Zároveň by bylo možné prosadit technologické kontroly jejich výrobků, například pokud jde o používání dat v elektromobilech. V 80. letech 20. století se obchodní napětí mezi Japonskem a USA zmírnilo, když japonské podniky přesunuly část své výroby do USA.

V současném geopolitickém kontextu je to však nepravděpodobné. Na rozdíl od Číny nebylo Japonsko vnímáno jako hegemonistický soupeř. Zároveň je důvěra mezi Pekingem a Západem na samém dně. Je nepravděpodobné, že by nastupující Trumpova administrativa přijala politiku zaměřenou na obnovení důvěry s Pekingem, která by usnadnila absorpci nadbytečné čínské kapacity. Právě **otázka důvěry** zabrání snadnému vyřešení druhého čínského šoku. Nadbytečné kapacity v oblasti zelených technologií by měly být celosvětově vítány, protože by mohly urychlit proces dekarbonizace při co nejnižších nákladech. Evropa a USA by nemusely znovu dosáhnout konkurenceschopnosti například ve výrobě solárních panelů, ale mohly by se specializovat na své skutečné komparativní výhody. Bez důvěry však budou mít obavy o národní bezpečnost spojené s přílišnou závislostí na jediném dodavateli přednost před argumenty o ekonomické efektivitě a ekologické transformaci.

4

MÍRNÉ ZRYCHLENÍ HOSPODÁŘSKÉHO RŮSTU VE VELKÉ BRITÁNII

Ve Spojeném království podle naší prognózy vzroste reálný HDP v příštím roce o 1,2 % a v roce 2026 o 1,4 %, zatímco letos to bylo o 0,9 %. Krátkodobý růst pravděpodobně zůstane utlumený, ale zmírnění fiskální konsolidace oznámené v podzimním rozpočtu spolu s méně restriktivní měnovou politikou pomůže podpořit mírné oživení růstu. Celková inflace pravděpodobně zůstane v příštím roce blízko 2% cíle, ale mírně nad ním, a poté v roce 2026 klesne mírně pod tuto cílovou úroveň.

Centrální banka Spojeného království v prosinci pravděpodobně ponechá bankovní sazbu na stabilní úrovni 4,75 %, neboť Výbor pro měnovou politiku na svém listopadovém zasedání zopakoval, že většina členů upřednostňuje „postupný přístup“ (což pravděpodobně znamená jedno snížení o 25 bb za čtvrtletí). Pro příští rok očekáváme snížení celkem o 125 bb, čímž se bankovní sazba do konce příštího roku dostane na 3,50 %. To je méně, než jsme dříve očekávali, protože menší zpřísnění fiskální politiky bude podporovat postupnější snižování měnově-politické restrikce. V roce 2026 centrální banka Spojeného království pravděpodobně vrátí bankovní sazbu na neutrální úroveň, kterou odhadujeme na zhruba 2,75 %.

Podzimní rozpočet Spojeného království (GBP, průměr za rok)

cca	cca
14,3 mld.	70 mld.
z vyšších daní	ve vyšších výdajích

Úřad pro rozpočtovou
odpovědnost uvedl:

„Jedno z největších
fiskálních uvolnění
v posledních
desetiletích.“



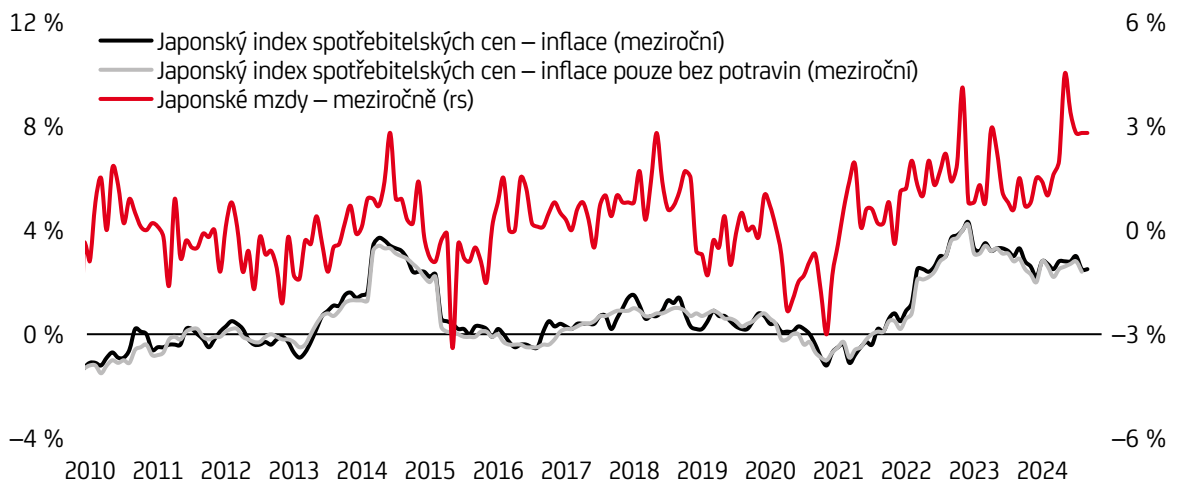
5

MĚNOVÁ POLITIKA JAPONSKÉ CB SE BUDE NADÁLE LIŠIT

Očekává se, že japonská ekonomika v příštím roce opět získá dynamiku a růst HDP se z 0,1 % v roce 2024 zrychlí přibližně na 1 %. Silnější růst bude zřejmě pocházet především ze soukromé spotřeby, neboť růst reálných mezd posílí. Výdaje spotřebitelů budou těžit také ze silnějšího japonského jenu, což by mohlo zmírnit inflační tlaky.

Japonská centrální banka se pravděpodobně bude ve své politice i nadále lišit od centrálních bank ostatních vyspělých zemí a zůstane na cestě normalizace. Mzdy stále silně rostou, i když nedosáhly vrcholu meziročního růstu 4,5 % dosaženého v červnu, zatímco inflace zůstává nad dvouprocentním cílem centrální banky, takže reálné sazby se pohybují záporně v záporných hodnotách. Zpřísnění měnové politiky japonské centrální banky bude v roce 2025 pravděpodobně nadále postupné a bude do značné míry záviset na výhledu hospodářského růstu, na tom, zda se mzdové a inflační tlaky dále zmírní, a na budoucí trajektorii japonského jenu. Další oslabení japonského jenu v důsledku vleklé politické patové situace po říjnových parlamentních volbách by mohlo mít vliv na politiku centrální banky. Celkově očekáváme zvýšení oficiální úrokové sazby japonské centrální banky ze současných 0,25 % na 0,65 % do čtvrtého čtvrtletí 2025 a na 0,75 % do čtvrtého čtvrtletí 2026.

GRAF 2.9: DALŠÍ NORMALIZACE POLITIKY JAPONSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 2010–2024

6

POKRAČUJÍCÍ RŮST VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ PŘI FISKÁLNÍ KONSOLIDACI A VNĚJŠÍCH PROBLÉMECH

Nepříznivé dopady cel na světový obchod pravděpodobně ovlivní poptávku po vývozu ze střední a východní Evropy vzhledem k integraci ekonomik střední a východní Evropy do dodavatelských řetězců výroby v eurozóně. V důsledku toho bude čistý vývoz pravděpodobně i v roce 2025 brzdit růst. Soukromá spotřeba bude nejspíš i nadále hnací silou růstu, ale její příspěvek by mohl být nižší v důsledku pomalejšího růstu reálných mezd a menší fiskální podpory domácností v důsledku vládních plánů fiskální konsolidace. Měnová politika se bude nadále uvolňovat, což podpoří domácí poptávku. **Volební cykly** vedou k určitým rozdílům mezi jednotlivými zeměmi. Země, které čekají volby (Polsko a Česko v roce 2025 a Maďarsko v roce 2026), budou náchylnější k rizikům spojeným s nesplněním cílů fiskální politiky, což může také zúžit prostor pro snižování sazeb centrálními bankami. Země jako Rumunsko, Slovensko a Turecko by však mohly dosáhnout výraznějšího zpřísnění fiskální politiky. Příspěvek investic se zvýší, zejména pokud se veřejné investice zvýší díky vyššímu čerpání prostředků z nástroje pro obnovu a odolnost a pravidelných fondů EU z rozpočtu EU na období 2021–2027. Růst HDP by se proto mohl v EU a střední a východní Evropě v roce 2025 zrychlit na 2,7 % (z letošních 2,0 %), zatímco v Turecku by se mohl v příštím roce snížit ze 3 % na 2,7 %. Vleklejší oslabení čistého vývozu by mohlo ovlivnit domácí poptávku ve střední a východní Evropě prostřednictvím podmínek na trhu práce a náklady spotřebitelů.

Pokles inflace se po pozastavení ve čtvrtém čtvrtletí roku 2024 zase v roce 2025 obnoví. Protiinflační trend bude podpořen pomalejším růstem mezd a příznivým vývojem dovážené inflace. Fiskální opatření (zrušení cenových stropů, zvýšení daní) mezitím znamenají tlak na růst administrativních cen. Vyšší americké výnosy by mohly vést k oslabení měny, což by znamenalo riziko zúžení prostoru pro uvolnění měnové politiky.



REDAKTOŘI

Francesco Maria Di Bella

Thomas Strobel

AUTOŘI

Edoardo Campanella

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Elia Lattuga

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Michael Rottmann

Jonathan Schroer

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Bud'te konstruktivní

Zdá se, že makroekonomické prostředí podpoří v roce 2025 ochotu podstupovat riziko. Očekáváme mírný růst světové ekonomiky a nepřehřívající se inflaci, která často konverguje k cílům centrálních bank, což umožňuje uplatňovat uvolněnější měnovou politiku. Cyklus zpřísňování doplnil nástroje centrálních bank a vytvořil prostor pro odvážná opatření v případě potřeby. Očekáváme, že podmínky budou příznivé pro solidní růst zisků, přetrvávající poptávku po carry a oživení ocenění v nevýkonných segmentech trhu.

To bude dobrá zpráva pro výnosy akcií a dluhopisů v roce 2025, ale nemusí to nutně znamenat, že globální trhy čekají světlé zítřky. Je čas na globální oživení ochoty podstupovat riziko a letošní dvouciferné výnosy na velkých částech akciového trhu zvýšily ocenění. Úvěrová rozpětí se výrazně zmenšují, zatímco bezrizikové křivky již počítají s výrazným snížením oficiálních sazeb. Americké akcie očekávají od zvoleného prezidenta USA Donalda Trumpa impulzy příznivé pro trh. Naopak program nové administrativy představuje určité riziko pro americké státní dluhopisy (UST), globální benchmark pro dluhopisové trhy, a může zvýšit geopolitické a obchodní napětí s potenciálně velkými dopady mimo USA. Proto je třeba odpovídajícím způsobem upravit konstrukci portfolia.

Přestože snadno dosažitelné příležitosti na trhu cenných papírů již byly vytěženy, mohou investoři s více selektivním přístupem stále dosahovat solidních výnosů z akcií a dluhopisů. Ekonomická a politická nejistota povede k rozdílným vyhlídkám na riziko a výnosy v různých regionech. Největší potenciál budou v nadcházejících čtvrtletích zřejmě nabízet americké akcie, ale příležitosti se objeví i v jiných regionech. Dluhopisy budou žádané vzhledem k jejich diverzifikačnímu přínosu a stále atraktivnímu carry. Makroekonomická a geopolitická nejistota bude nadále podporovat poptávku po drahých kovech, zatímco průmyslové kovy budou čekat na lepší vyhlídky hospodářského růstu.

Dluhopisy

VZHLEDEM K TOMU, ŽE SE SNÍŽENÍ SAZEB JIŽ DO CEN PROMÍTLO, CENA AMERICKÝCH A NĚMECKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ SE NEZMĚNÍ

Vzhledem k tomu, že se úrokové sazby v USA a eurozóně budou zřejmě pohybovat směrem dolů, investoři se zaměřují na to, kde se úrokové sazby zastaví na konci cyklu uvolňování měnové politiky a jak dlouho bude centrálním bankám trvat, než dosáhnou neutrálního nastavení měnové politiky. Co se týče prvního bodu, jak bylo uvedeno v části věnované hlavním příběhům roku 2025, zůstává klíčovou otázkou: Vzrostla v posledních letech nepolapitelná neutrální sazba a jak ji ovlivní druhé Trumpovo funkční období? Tempo snižování sazeb bude do značné míry záviset na dynamice růstu a inflace, neboť centrální banky budou opakovat svou mantru o přístupu závislém na datech. Snížení úrokových sazeb se automaticky nepromítá do nižších výnosů desetiletých dluhopisů, které jsou naopak ovlivněny i dalšími faktory, jako je dynamika nabídky dluhopisů. Divokou kartou mohou být také geopolitická rizika, která mohou buď

zvýšit poptávku po státních dluhopisech, jež jsou považovány za bezpečná aktiva, nebo vést k opětovnému zrychlení inflace a případně k méně holubičí politice centrálních bank. Za předpokladu, že uvolňování měnové politiky bude v eurozóně i v USA probíhat tak, jak očekáváme, domníváme se, že **výnosy dlouhodobých státních dluhopisů eurozóny a Spojených států mají jen malý prostor pro pokles ze současných úrovní. Snížení sazeb ze strany Fedu a ECB se již do ceny do značné míry promítlo a nabídka dluhopisů bude mít vliv na delší konec křivky.** Pokračující

kvantitativní zpříšňování ze strany ECB zvýší zátěž investorů, kteří musejí absorbovat nabídku státních dluhopisů eurozóny, zatímco nabídka amerických státních dluhopisů bude i nadále bohatá, aby bylo možné financovat ambiciózní program prezidenta Trumpa. Co se týče **výnosu desetiletých amerických státních dluhopisů**, stanovili jsme pro konec roku 2025 rozpětí **4,40 až 4,60 %**, což je o 40–60 bb více než „terminal rate“, tedy předpokládaná konečná sazba potřebná pro dosažení dlouhodobé ekonomické rovnováhy. Očekáváme, že **výnos desetiletých německých státních dluhopisů** zůstane do konce roku 2025 v rozmezí **2,20 % až 2,40 %**, což je o 45–65 bb nad námi předpokládanou depozitní sazbou do konce příštího roku. Rozpětí desetiletých amerických a německých státních dluhopisů (10Y UST-Bund spread) se bude dále rozšiřovat. Klíčovým motorem výkonnosti amerických a německých státních dluhopisů bude carry potenciál. Výnosové křivky v USA a eurozóně budou stoupat rychleji, ačkoli v důsledku zvýšených úrokových sazeb (v USA stále v restriktivní oblasti) pravděpodobně zůstanou plošší než před pandemií.

ITALSKÝM DLOUHODOBÝM STÁTNÍM DLUHOPISŮM SE BUDE PRAVDĚPODOBNĚ DÁL DAŘIT

Vzhledem k tomu, že německé státní dluhopisy budou pravděpodobně vykazovat omezenou výkonnost, budou zběhlí investoři hledat lukrativnější příležitosti. Takový postoj by byl v souladu s letošním oživením carry tradu. Silný zájem o periferní státní dluhopisy snížil výnosové rozpětí ve srovnání s německými státními dluhopisy, což bylo podpořeno pokračujícím snižováním inflace, klesající volatilitou, příznivými fiskálními vyhlídkami, nadprůměrnou mírou růstu a zejména v Itálii stabilní politickou situací. Výjimkou je Francie, kterou tíží oslabující makroekonomické základy a politická nejistota.

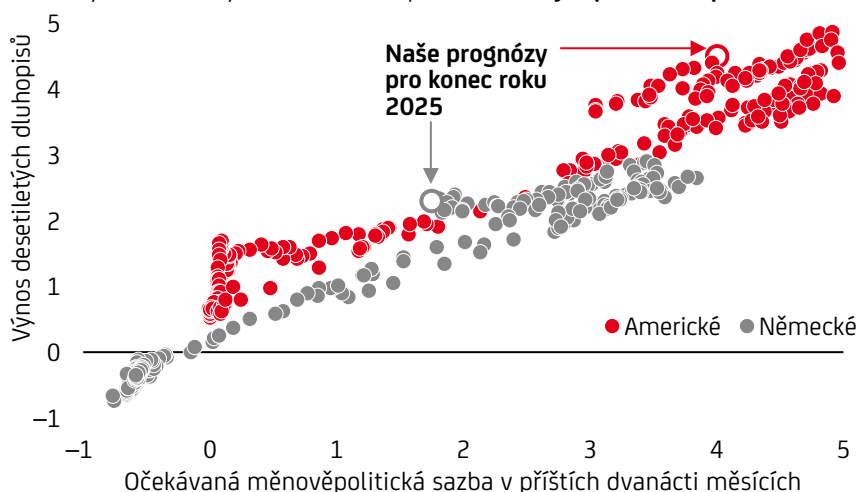


Přečtěte si náš příběh roku 2025

Veřejný dluh:
USA a eurozóna

GRAF 3.1: ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK A JEJICH DOPAD NA VÝNOSY DLOUHODOBĚJŠÍCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Každý bod vyjadřuje minulý vztah mezi depo sazbou a mezibankovní sazbou Fed funds rate, které trhy očekávají v následujících dvanácti měsících, a výnosem desetiletých německých a amerických státních dluhopisů. **Korelace je významná a pozitivní.**



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit;
týdenní data od 15. listopadu 2019 do 15. listopadu 2024



Očekáváme, že poptávka po italských státních dluhopisech (BTP) se v roce 2025 udrží na stávající úrovni, k čemuž přispěje stabilní politické prostředí a pokračující fiskální konsolidace. Výnosový **spread** mezi desetiletými italskými a německými dluhopisy vidíme v rozmezí **120 až 140 bb**, protože pozitivní faktory budou částečně kompenzovány rozsáhlými emisemi cenných papírů, především v důsledku splatných dluhopisů.

Na druhé straně výhled francouzských státních dluhopisů se jeví jako chmurný, především kvůli politické nestabilitě a ratingovým rizikům. I když může dojít k taktickým nákupům, obavy investorů budou udržovat spread výnosů mezi desetiletými francouzskými státními dluhopisy (OAT) a německými státními dluhopisy na úrovni kolem 70 bb. **Dáváme přednost italským státním dluhopisům před francouzskými**, protože první z nich nabízí atraktivnější vstupní bod a přirozenou rezervu v případě růstu výnosů. Kromě toho je důležité, že 50 % veškerého francouzského vládního dluhu drží zahraniční investoři (v porovnání s pouhými 25 % v případě Itálie), protože zahraniční investoři jsou často citlivější na cenové výkyvy a změny v základních ekonomických ukazatelích dané země.

GRAF 3.2: VÝKONNOST ITALSKÝCH A FRANCOUZSKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ: DESETILETÉ ROZPĚTÍ BTP–OAT

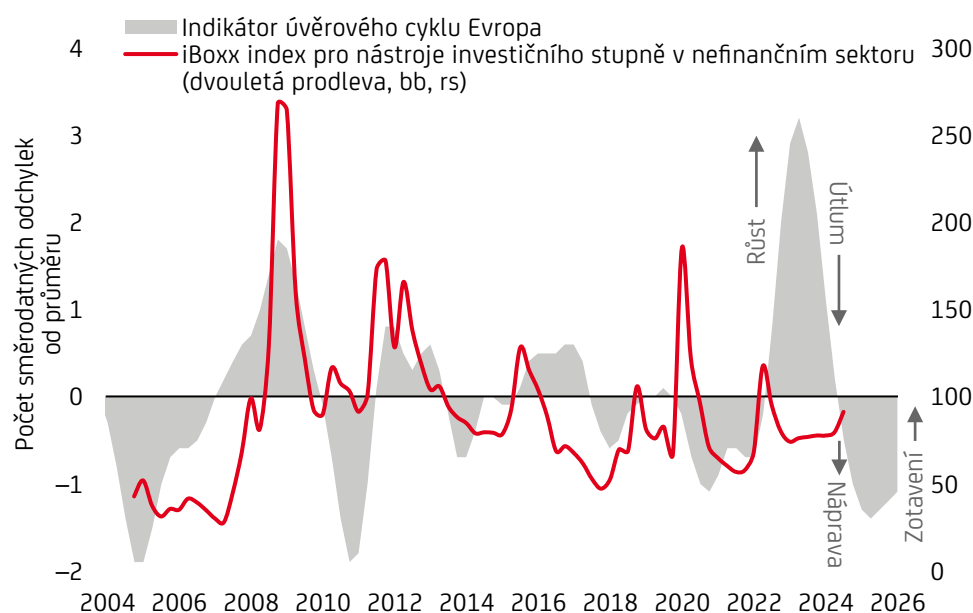


Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; týdenní data od 20. listopadu 2004 do 15. listopadu 2024

CARRY TRADE PODPOŘÍ V ROCE 2025 EVROPSKÝ ÚVĚROVÝ TRH

Carry trade se stane hlavním tématem pro úvěrové trhy. Slibné výsledky, které se očekávají u evropských nefinančních úvěrů, jsou podpořeny mírným makroekonomickým růstem v eurozóně a úvěrovým cyklem, který je v režimu oživení. To je znázorněno v grafu 3.3, kde jsou fáze úvěrového cyklu znázorněny v jednotkách směrodatné odchylky od dlouhodobého průměru (ten je znázorněn jako 0). Vedle konzervativních finančních strategií podniků pozorujeme známky mírně zrychlujícího se růstu úvěrů, přičemž ochota podstupovat riziko zůstává při rostoucím ocenění aktiv silná.

GRAF 3.3: FÁZE OŽIVENÍ ÚVĚROVÉHO CYKLU PODPOŘÍ ÚVĚRY V EUROZÓNĚ



Zdroj: S&P Global, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; měsíční údaje od prosince 2004 do září 2024

Cyklické úvěry budou profitovat z postupného menšího vzestupu hospodářského růstu a očekává se, že se sníží pravděpodobnost úvěrových událostí, jako je například selhání. Mnoho podniků má zdravé peněžní rezervy, což je dobrým předpokladem pro dluhovou službu. S oživením hospodářského růstu očekáváme mírný nárůst investičních výdajů a **zvýšení aktivity v oblasti fúzí a akvizic**. V kombinaci s rostoucím zpětným odkupem dluhopisů v letech 2025–2026 tyto faktory naznačují, že příští rok bude opět ve znamení silné nabídky nových dluhopisů. S ohledem na celkově příznivý ekonomický výhled by tento příliv spolu s nedostatečnými reinvesticemi ze strany ECB neměl mít na prémii za úvěrové riziko vliv.

Investoři by měli věnovat velkou pozornost **automobilovému sektoru**, kde jsou strukturální problémy spojené s elektromobily a cly důvodem k opatrnému přístupu, zejména u dluhopisů s delší splatností. Bankovní úvěry budou i v příštím roce v dobré kondici. Přestože se očekává, že čisté úrokové výnosy se budou snižovat, evropské banky budou mít v roce 2025 pravděpodobně stále solidní ziskovost, přičemž konsenzuální návratnost kmenového kapitálu se bude pohybovat kolem 11 %. Klesající úrokové sazby podpoří kvalitu aktiv, zejména v oblasti úvěrů na komerční nemovitosti. Předpokládáme, že úvěrové náklady bank v roce 2025 zůstanou na přijatelné úrovni.

Pokud jde o spready, domníváme se, že index iBoxx nástrojů investičního stupně v nefinančním sektoru (iBoxx Investment-Grade Non-Financials) se do konce roku 2025 sníží na 80 bb, index iBoxx hybridních nástrojů v nefinančním sektoru (iBoxx Non-Financials Hybrid) na 180 bb a index iBoxx nástrojů s vysokým výnosem v nefinančním sektoru (iBoxx High-Yield Non-Financials) na 270 bb. Rozhodujícím faktorem celkových výnosů bude v tomto prostředí přijatelný carry potenciál, který by se měl pohybovat mezi 3 % u indexu iBoxx Investment-Grade Non-Financials a 6 % u indexu iBoxx High-Yield Non-Financials, a tudíž bude držet krok s letošní výkonností.

Pokračování prostředí omezené volatility sazeb by také mohlo zvýhodnit podnikové dluhopisy s nižším ratingem (především BB). Selektivní přidávání v zásadě solidních jmen s vysokým výnosem do portfolií může přinést hodnotu díky lákavým carry příležitostem, avšak investoři by měli mít na paměti typická související rizika. Vzhledem k tomu, že obavy investorů ohledně ekonomického výhledu klesají a ECB pravděpodobně v roce 2025 uvolní svou politiku, **prodloužení splatnosti** s cílem využít vyšších úvěrových rozpětí by mohlo být účinnou strategií ke zvýšení výkonnosti.

JAK SE ORIENTOVAT NA TRHU S ESG DLUHOPISY V ROCE 2025

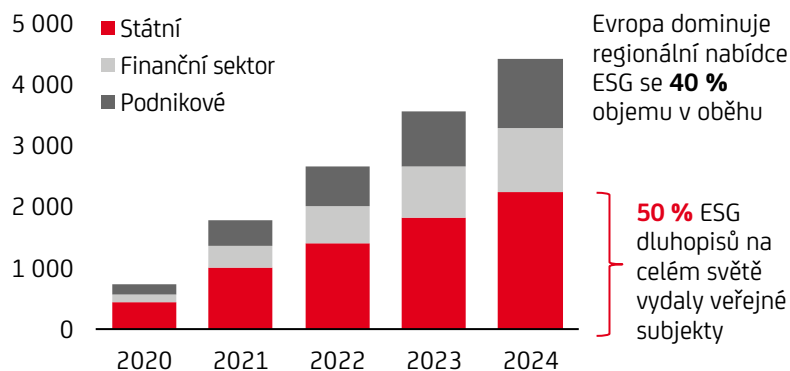
Předpokládáme, že v roce 2025 budou investoři do dluhopisů zaměřujících se na environmentální, sociální a správní aspekty (ESG) nadále využívat příznivého prostředí pro investování do oblastí ESG, které začalo koncem roku 2023. Náš průzkum ukazuje, že „**greenie**“, tedy cenové premie spojené se zelenými a dalšími třídami ESG dluhopisů ve srovnání se standardními dluhopisy, od 3. čtvrtletí 2023 téměř vymizely. Tento posun umožňuje investorům zapojit se do etických a environmentálních investičních strategií bez vyšších nákladů, které byly charakteristické pro boom objemu ESG dluhopisů, jenž začal v roce 2019.

K tomuto poklesu cen ESG dluhopisů na úroveň standardních dluhopisů přispělo několik faktorů.

1. Poptávka ochladla v důsledku nejistoty kolem regulace zelených aktiv v EU, zejména v souvislosti s klasifikací fondů podle nařízení o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb. **2.** Po nárůstu cen komodit v souvislosti s konfliktem na Ukrajině došlo k výraznému zvýšení zájmu o „**hnědá**“ energetická aktiva. **3.** Širší trh dluhopisů zaznamenal vysokou poptávku, protože investoři se v očekávání poklesu úrokových sazeb vrhli na dlouhodobé dluhopisy.

Kromě toho hraje v této cenové dynamice významnou roli pokračující silná nabídka **ESG dluhopisů**. V rozporu s tím, co by se dalo očekávat na základě klesající cenové premie, jsme v průběhu roku 2024 zaznamenali stabilní růst emisí ESG dluhopisů. Nové dluhopisy od debutujících emitentů ESG dluhopisů rozšiřují nabídku dostupných tříd dluhopisů v průmyslových odvětvích

GRAF 3.4: ESG DLUHOPISY V OBĚHU PO CELÉM SVĚTĚ
(mld. USD)



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; data za rok od roku 2020 do roku 2024

a emitentů. Podniky a vlády jsou motivovány k vydávání ESG dluhopisů i z jiných důvodů, než je jen snaha o lepší cenu. Stále více se zaměřují na plnění cílů udržitelnosti, připravují se na přísnější předpisy v oblasti životního prostředí a snaží se zúčastněným stranám signalizovat svou „ctnost“. V souvislosti s dalším růstem trhu ESG je pravděpodobné, že očekávané uvolnění měnové politiky bude stimulovat ještě více zelených investic, což zajistí, že trh s ESG dluhopisy zůstane dynamický.

Akcie

DALŠÍ ROK SOLIDNÍ VÝKONNOSTI AKCIÍ

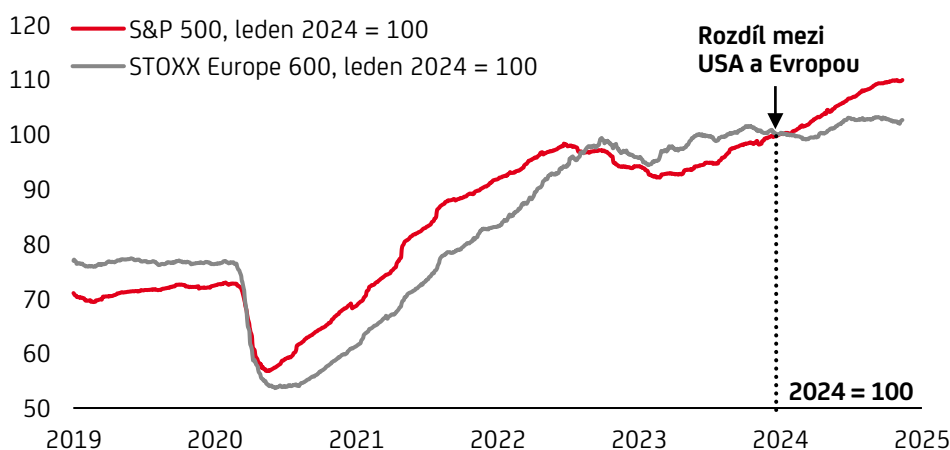
Výhled akciového trhu na rok 2025 zůstává optimistický a ukazuje na atraktivní příležitosti, přičemž se důraz klade na fundamentální faktory a dynamiku odvětví, která je hnací silou růstu. Po působivém roce 2024, kdy americký akciový trh prudce vzrostl (S&P 500 +25 % do poloviny listopadu, STOXX Europe 600 +7 %, Nikkei +15 %, MSCI EM +10 %), očekáváme v příštím roce další solidní **průměrný nárůst kolem 10 %**. I když krátkodobé zpravodajské cykly často přinášejí řadu důvodů k obavám, od geopolitického napětí po neuspokojivé výsledky v technologickém sektoru, je nezbytné zachovat si dlouhodobou perspektivu zaměřující se na základní faktory.

Po překonání počátečního zpomalení v příštím roce by se měl globální ekonomický výhled ke konci roku 2025 zlepšit, což by mělo mít pozitivní dopad na zisky podniků i akciové trhy. Technologický sektor, zejména v důsledku rozvoje umělé inteligence, je připraven stát se významným a nezávislým motorem růstu. S výjimkou možných epizod volatility akcií očekáváme postupnou normalizaci ocenění, kterou podpoří především trend snižování sazeb centrálních bank.

Domníváme se, že americký akciový trh zahájí rok 2025 s nejsilnějšími základy. Předpokládáme, že americká ekonomika projde „měkkým přistáním“ a její růst se v roce 2026 zrychlí, zatímco ekonomika v Evropě se začne zotavovat jen pozvolna. Ekonomické prostředí v Číně se bude pravděpodobně dále zhoršovat, zatímco HDP v Japonsku bude zrychlovat jen mírně. V důsledku toho očekáváme, že zisková rozpětí zůstanou nejvyšší v USA, i když o něco nižší než nyní, a domníváme se, že rozdíly v růstu zisků podniků v USA a Evropě, které jsme pozorovali v letošním roce, budou pokračovat i v roce 2025. Růst zisků v USA bude zřejmě podpořen dalšími fiskálními stimuly, snižováním daní a snahami o deregulaci, k nimž přispěje republikánská většina v Kongresu.

Technologický sektor je připraven podat opět silný výkon a americký akciový trh bude nadále dosahovat výjimečných výsledků

GRAF 3.5: POKRAČUJÍCÍ SILNÝ RŮST ZISKŮ V USA
ODHAD ZISKU NA AKCII V NÁSLEDUJÍCÍCH 12 MĚSÍCÍCH



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; denní data od 1. ledna 2019 do 15. listopadu 2024

Na základě těchto prognóz se hodnoty na konci roku 2025 pohybují od +8 % pro Evropu do +15 % pro USA. Japonské a čínské podniky budou mít podle odhadů podobný růstový potenciál jako Evropa, a to +8 %. Největší potenciál akciového trhu tak vidíme v USA, následovaných Evropou a Japonskem. Čínské trhy sice mohou vykazovat určitý taktický catch-up potenciál, ten však bude omezen vítězstvím D. Trumpa v prezidentských volbách a následnou nejistotou spojenou se cly.



Vzhledem k pravděpodobnému zrychlení hospodářského růstu v roce 2025 zřejmě vzroste atraktivita cyklických sektorů, čímž se podniky s **nízkou a střední kapitalizací** stanou atraktivnějšími než podniky s vysokou kapitalizací. V relativním vyjádření by to mohlo zmírnit dynamiku technologických akcií, jejichž silný růst zisků se již odráží ve vysokém ocenění.

OCENĚNÍ A KONCENTRACE TRHU V USA JSOU ZVLÁDNUTELNÉ

Koncentrace trhu bude i nadále kritickým problémem, zejména pokud jde o sedmičku největších technologických společností, která tvoří přibližně 30 % indexu S&P 500. Udržet si po delší dobu vysoký růst tržeb a ziskovosti bylo v minulosti náročné. Pokud se však naše předpovědi ohledně americké ekonomiky a Fedu naplní, mohli bychom být svědky změny, pokud jde o oblíbené tituly na akciovém trhu, což by umožnilo oživení širšího indexu S&P 500. Lídry trhu by se mohly stát podniky z odvětví, jako jsou finanční sektor, sektor zbytného spotřebního zboží a průmyslový sektor (jejichž váha se dohromady rovná váze sektoru IT v indexu S&P 500).

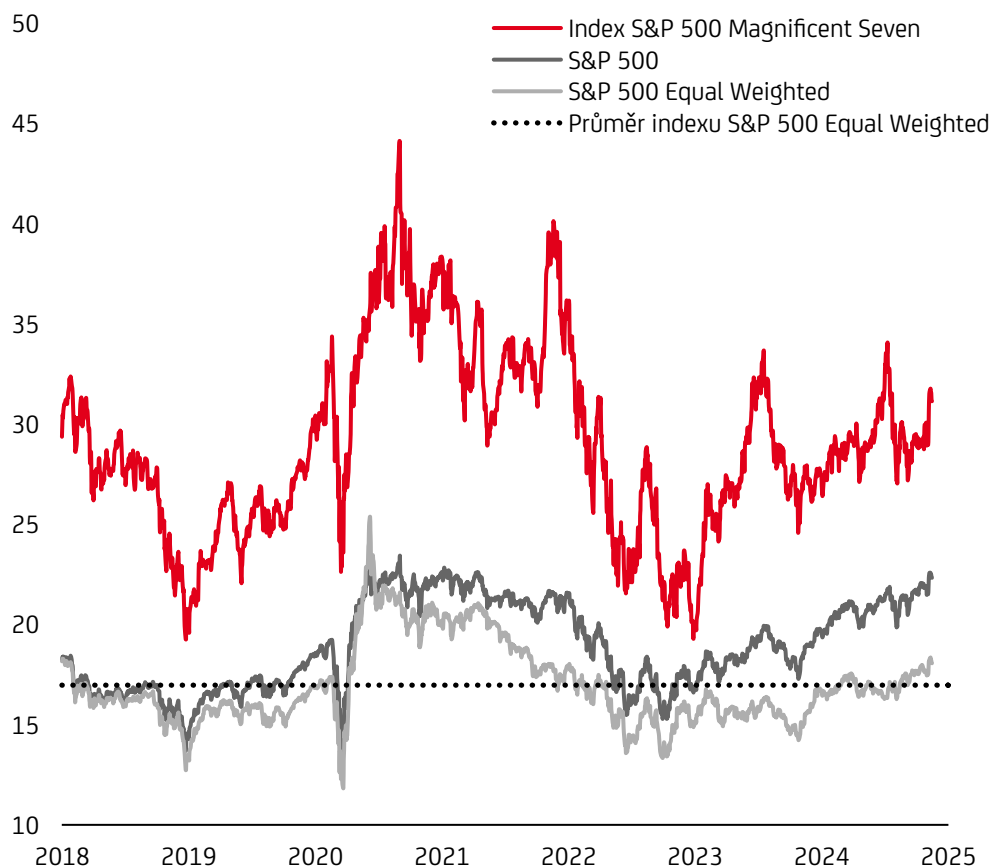
Ačkoli je s průměrným poměrem ceny k zisku (P/E) 22 je ocenění v USA vyšší než historické průměry, lze to z velké části přičíst očekávanému vysokému růstu zisků sedmi **největších technologických společností**, tzv. „Magnificent Seven“, který v roce 2025 dosáhne téměř 40 %. Tato situace se liší od internetové bubliny v roce 2000, kdy přední podniky měly v té době průměrný poměr ceny k zisku na úrovni 52. Vzhledem k rostoucí koncentraci trhu však může být důležité diverzifikovat a snížit rizika spojená s odvětvím informačních technologií. Equal weighted index S&P 500 může lépe odrážet přiměřené ocenění na širším trhu. Vzhledem k očekávanému trendu snižování úrokových sazeb a zlepšující se ekonomické dynamice se domníváme, že equal weighted index S&P 500 by mohl dosáhnout lepších výsledků. Z opatření plánovaných nastupující Trumpovou administrativou budou pravděpodobně těžit zejména podniky mimo (zčásti poměrně drahý) segment podniků s vysokou kapitalizací, protože se silně zaměřují na domácí ekonomiku USA.



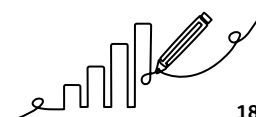
Přečtěte si náš příběh roku 2025
Umělá inteligence není pouhá bublina

GRAF 3.6: OCENĚNÍ V USA JE DOST VYSOKÉ, ALE NENÍ PŘEHNANÉ

POMĚR CENY K ZISKU



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; denní data od 1. ledna 2018 do 15. listopadu 2024



Komodity

ENERGETICKÉ KOMODITY: STABILIZACE CEN ROPY BRENT A TTF

OPEC+ se potýká s náročnou situací, kdy jeho členové touží bez ohledu na stávající limity produkce normalizovat produkci a zrušit stávající omezení ve výši 2,2 milionu tun denně. Pokud se podíváme na rok 2025, je možné, že vzhledem ke stabilním dodávkám ropy ze Severní Ameriky (která by mohla těžít z podpory průmyslu příslibem nastupující Trumpovy administrativy) a očekávané stagnující globální poptávce bude OPEC+ nucen prodloužit současné snížení produkce na celý rok. Dokonce i zachování současné úrovně produkce by mohlo vést k mírnému přebytku na světovém trhu s ropou.

Pokud geopolitické napětí na Blízkém východě nepřeroste v širší regionální konflikt, očekáváme, že OPEC+ bude usilovat o stabilizaci ceny ropy Brent na úrovni kolem **75 USD za barel**. Do roku 2026, kdy se poptávka začne zlepšovat, začne OPEC+ pravděpodobně opět dodávat na trh větší množství ropy a ceny ropy Brent se pravděpodobně posunou k 80 USD za barel. Na druhou stranu, pokud se OPEC+ na svém prosincovém výročním zasedání rozhodne zvýšit nabídku o 180 miliard barelů denně každý měsíc, mohla by cena ropy Brent v roce 2025 klesnout na úroveň kolem **60 USD za barel** nebo nižší.

Naopak rozšiřující se konflikt na Blízkém východě by mohl cenu ropy Brent vyhnat nad 100 USD/barel. Pokud by došlo k napadení ropných polí nebo rafinerií v Íránu nebo Saúdské Arábii nebo k dočasné bloádě Hormuzského průlivu, kterým proudí přibližně 20 % světových dodávek ropy, mohly by ceny ropy Brent překonat hranici **130 USD za barel**. Takový nárůst by pravděpodobně přetrvával, dokud by se neobjevily jasné známky úplného obnovení globálních dodávek ropy.

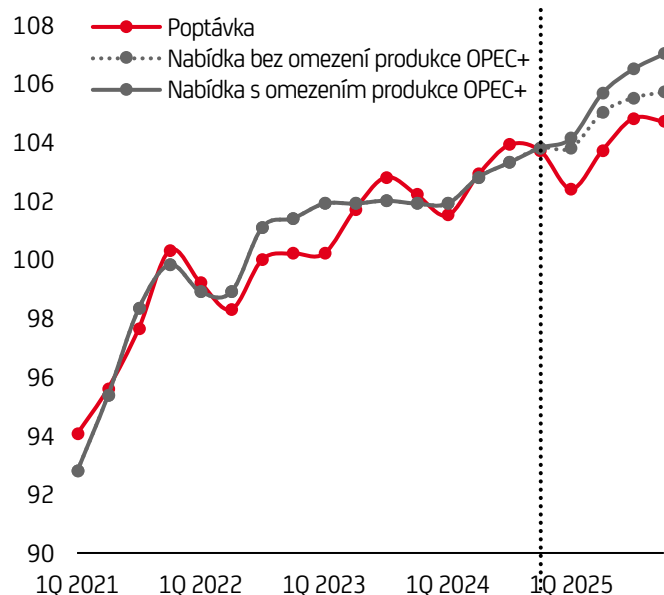
Díky efektu mírné zimy dosáhly zásoby plynu v Evropě v polovině srpna 90 % své kapacity. Poptávka se stabilizuje na nízké úrovni, pravděpodobně v důsledku strukturálních změn způsobených zvýšením energetické účinnosti, diverzifikací paliv spojenou s odklonem od plynu a závaznými klimatickými cíli. V průmyslových odvětvích je tato slabá poptávka částečně důsledkem trvalého poklesu produkce v energeticky náročných odvětvích, která se snaží konkurovat na světovém trhu, protože ceny TTF zůstávají nad úrovní před válkou na Ukrajině. Očekáváme, že ceny TTF zůstanou po celou zimu v rozmezí **40–45 EUR za MWh**.

Evropa díky diverzifikaci dodávek účinně snížila svou závislost na ruském plynu. V současné době tvoří domácí produkce přibližně 45 % evropských dodávek, následuje dovoz LNG (35 %) a plyn dodávaný plynovody (20 %). **Nabídka plynu je však omezená.** Zvýšení poptávky po vytápění o 20 % by mohlo způsobit nedostatek přibližně 20 miliard m³, což by si vyžádalo větší dovoz LNG a zvýšilo tlak na růst cen. Dočasné výpadky by mohly narušit vyrovňování plynu, zejména pokud bude nadcházející zima chladnější než průměr. Navzdory snahám o diverzifikaci je Evropa stále závislá na ruském plynu a zkapalněném zemním plynu, které tvoří přibližně 12,5 % její celkové spotřeby. Eskalace rusko-ukrajinského konfliktu by pravděpodobně vyhnala ceny TTF k hranici **100 EUR za MWh**.

OPEC+ bude vzhledem k přetrvávajícím problémům s nadměrnou nabídkou jen obtížně zvyšovat produkci



GRAF 3.7: NADMĚRNÁ NABÍDKA NA TRHU S RPOU
MIL. BARELŮ ZA DEN



Zdroj: Mezinárodní agentura pro energii (IEA), oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; čtvrtletní údaje od 1. čtvrtletí 2021 do 4. čtvrtletí 2025

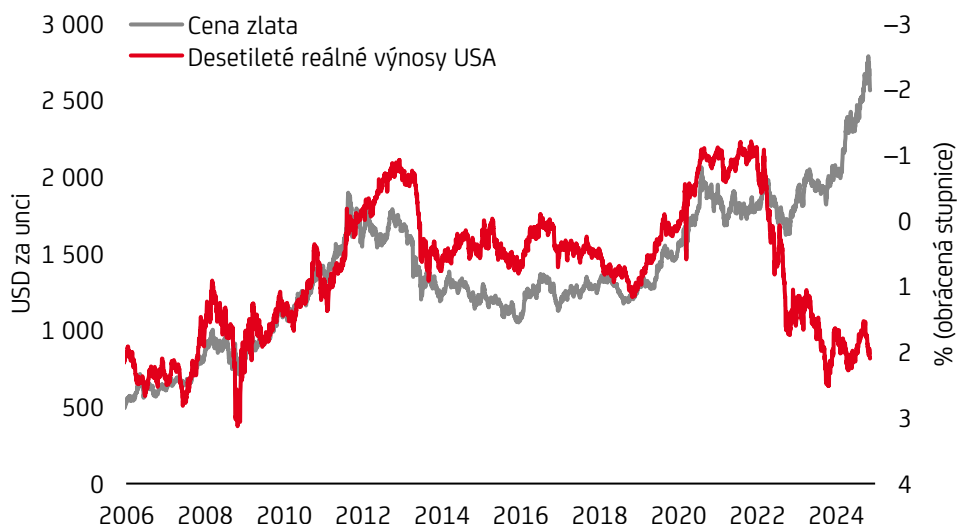
PRŮMYSLOVÉ KOVY MAJÍ PROSTOR K OŽIVENÍ, ZATÍMCO ZLATÁ HOREČKA JE PRAVDĚPODOBNĚ U KONCE

Celosvětová výrobní aktivita se v posledních čtvrtletích zhoršila, což v letošním roce negativně ovlivnilo poptávku po průmyslových kovech. Zatímco nízká poptávka by mohla přetrvávat až do začátku roku 2025, cykly uvolňování politiky centrálních bank by měly obecně podpořit oživení průmyslu a investiční výdaje, což by vedlo k posílení poptávky po průmyslových kovech. Nicméně výkonnost průmyslových kovů v průběhu příštího roku bude do značné míry záviset na tom, jak se bude vyvíjet hospodářská aktivita v Evropě a Číně, a tedy i globální růst, v souvislosti s hrozbou dovozních cel uvalených Spojenými státy pod vedením Trumpovy administrativy a možnými odvetnými opatřeními.

Důležitou roli bude hrát zejména Čína, kde by **hliník** a **měď** měly těžit z programů modernizace průmyslu a investic do energetických sítí, zatímco ceny **železné rudy** by se mohly dostat pod tlak, protože Čína se stále více zaměřuje na snižování nadbytečných kapacit v realitním sektoru. V dlouhodobém horizontu bude poptávka po průmyslových kovech pravděpodobně těžit z globálního přechodu na nulové čisté emise, zatímco nová nabídka bude omezena faktory, v jejichž důsledku jsou těžbařské firmy zranitelnější vůči rizikům ESG.

V roce, který se vyznačoval prudkým růstem akciových trhů, se zlato ukázalo jako nejúspěšnější; jeho cena dosáhla působivých maxim kolem **2750 USD** za unci. Tento pozoruhodný nárůst zaskočil mnoho analytiků, zejména ty, kteří se při předpovědi cen zlata spoléhali na historické faktory. Zlato jako neúročené aktivum bývá atraktivnější, když klesají úrokové sazby, zejména reálné sazby. Slouží také jako spolehlivý bezpečný přístav v obdobích vysoké inflace a zvýšené volatility trhů. V posledních letech se však cena zlata vzpírá očekáváním a drží se na stabilní úrovni navzdory rostoucím reálným sazbám, snižujícím se inflačním rizikům a silnému akciovému trhu.

GRAF 3.8: ZÁŘIVÝ VÝKON ZLATA V LETOŠNÍM ROCE



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; denní data od 4. ledna 2006 do 15. listopadu 2024

Co stojí za tímto nečekaným vývojem? Klíčovými faktory jsou geopolitická nejistota a rostoucí obavy o fiskální situaci Spojených států. Možné obnovení geopolitického napětí, a byť jen náznak druhé studené války, vede investory, včetně centrálních bank a soukromých investorů, k hledání alternativ k americkému dolaru, dominantní světové rezervní měně, a to zvýšilo nákupy zlata. Ačkoli hvězdná výkonnost zlata může s blížícím se koncem roku vést k určitému výběru zisků, pokračující poptávka po zajištění spolu s klesajícími výnosy dluhopisů a měkčím dolarem by měla pomoci případný pokles zmírnit. Pokud však nedojde k eskalaci geopolitického napětí nebo náhlému zvýšení inflace, zlato může v blízké budoucnosti čekat jen omezený růst.

SMĚNNÉ KURZY

TRUMP 2.0 JE DOBRÝM ZNAMENÍM PRO AMERICKÝ DOLAR

Očekáváme, že **v roce 2025 bude USD zářit**. Trumpovo funkční období pravděpodobně povede k vyšší inflaci, opatrnějšímu postoji Fedu, většímu obchodnímu napětí s Čínou a Evropou a více izolacionistické zahraniční politice Spojených států, což vše ukazuje na silnou poptávku po americkém dolaru.

V této situaci bude obtížné realizovat naděje pana Trumpa na oslabení měny. Americký dolar by rovněž podpořily příliv investic do akcií, vyšší domácí výnosy a role amerického dolaru jako bezpečné měny v případě eskalace globální averze k riziku. Míra realizace Trumpových návrhů a její načasování určí intenzitu posilování americké měnové jednotky vůči ostatním měnám.

**Kurz EUR–USD
zůstane nad paritou**



Kurz EUR–USD bude pravděpodobně dále klesat, ale pokles kurzu tohoto páru měn bude pravděpodobně omezený a kurz zůstane **nad paritu**, vzhledem k tomu, že tržní očekávání ohledně trajektorie snižování sazeb Fedu a ECB nejsou daleko od našich. Americký dolar již roste, protože investoři se v týdnech bezprostředně po amerických volbách svezli na části „Trump trade“, tedy pohybu na trhu a chování investorů v reakci na předvolební sliby a očekávaná opatření nově zvoleného prezidenta. Pokles kurzu EUR–USD budou zřejmě omezovat také obavy z **fiskální nedisciplinovanosti** v USA, které by mohly americkou měnu v příštích letech negativně ovlivnit. Intenzivnější pokles (na konci září 2022 dosáhl kurz EUR–USD minima na úrovni 0,9536) by pravděpodobně vyžadoval, aby se úrokové diferenciály posunuly mnohem víc ve prospěch amerického dolaru, zatímco návrat mnohem výš než na maxima z roku 2024, kdy se kurz pohyboval kolem 1,12, by vyžadoval výrazné zlepšení hospodářského výhledu eurozóny ve srovnání s USA, což je v příštím roce ještě méně pravděpodobný scénář. Očekáváme tedy, že se index amerického dolaru (DXY) vyšplhá zpět na úroveň kolem 108/109. Tento index představuje vážený průměr šesti hlavních směnných kurzů (EUR, JPY, GBP, CHF, SEK a CAD) vůči USD.

GRAF 3.9: ŠIROKÉ ROZPĚTÍ MEZI AMERICKÝMI A NĚMECKÝMI STÁTNÍMI DLUHOPISY PRAVDĚPODOBNE UDRŽÍ KURZ EUR–USD NA NÍZKÉ ÚROVNI

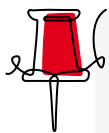


Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; denní data od 1. ledna 2019 do 15. listopadu 2024

Nedávné všeobecné volby v Japonsku způsobily, že politická situace v zemi se ocitla v patové situaci, což může krátkodobě ovlivnit vývoj japonského jenu. Přesto očekáváme, že japonská centrální banka bude pokračovat ve zpřísňujících opatřeních, což by mohlo snížit výnosové spready mezi USA a Japonskem, ale ne natolik výrazně, aby to v roce 2025 stáhlo kurz **USD–JPY** výrazně pod 150. Kurz EUR–JPY se vzhledem ke slabšímu euru pravděpodobně posune pod 155.

Ve Spojeném království **britská libra** pravděpodobně narazí na problémy, především pak její kurz vůči americkému dolaru, v důsledku dalších opatření na uvolnění měnové politiky, která podle našich předpokladů Bank of England (BoE) jako centrální banka Spojeného království učiní ještě v roce 2025. V listopadu guvernér BoE Andrew Bailey varoval, že banka nemůže snižovat sazby příliš rychle nebo o příliš mnoho. Předpokládáme, že v reakci na zhoršující se ekonomickou situaci ve Spojeném království klesnou sazby ze současných 4,75 % na 3,50 % v příštím roce a poté na 2,75 % do roku 2026. Situaci pravděpodobně dále zkomplikuje přísná fiskální politika nastíněná v rozpočtu na rok 2025. Kurz EUR–GBP se bude pohybovat kolem 0,82.



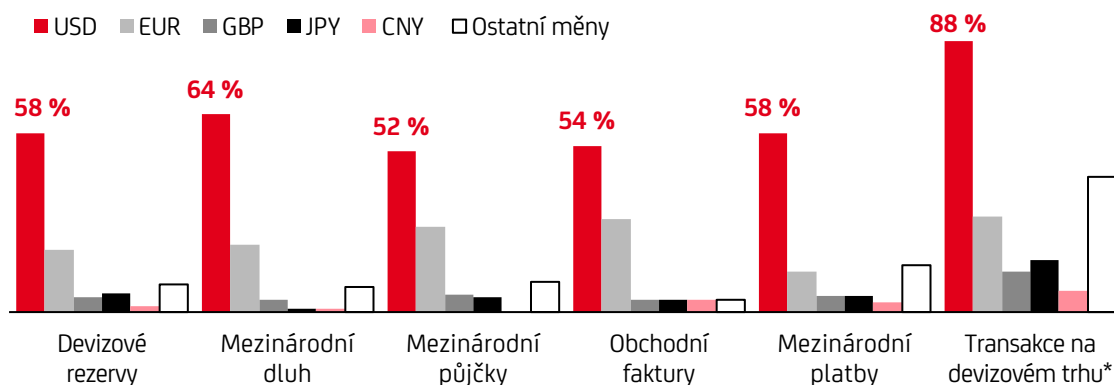


VEDOUcí POSTAVENí AMERICKÉHO DOLARU NENí OHROŽENO

Nedávná zlatá horečka byla částečně podpořena centrálními bankami rozvíjejících se ekonomik, které se snažily snížit svou expozici vůči americkému dolaru. Rozšířená skupina BRICS+, která zahrnuje Egypt, Etiopii, Írán a Spojené arabské emiráty, aktivně pracuje na snížení role amerického dolaru v mezinárodním finančním systému a zároveň podporuje širší používání čínského jüanu. Navzdory různorodým zájmům této skupiny její členy spojuje společný cíl, kterým je narušit dominanci amerického dolaru.

V krátkodobém horizontu je nepravděpodobné, že by bylo **mezinárodní postavení amerického dolaru** výrazně ohroženo. Historie ukazuje, že světové rezervní měny vykazují setrvačnost; jejich vzestup často souvisí se vzestupem jejich emitentů, ale pokles moci emitenta měny nemusí nutně pro příslušnou měnu znamenat ústup z pozic. I když Pax Americana slábne, USA budou i nadále vedoucí světovou mocností a americký dolar si v mezinárodním měnovém systému udrží převahu. Americký dolar zůstává zdaleka nejpoužívanější měnou, pokud jde o devizové rezervy, mezinárodní platby, světový dluh a faktury v zahraničním obchodě. Euro tvoří přibližně 20 % světových rezerv, zatímco čínský jüan má jen 2 % (údaje SWIFT ukazují, že pouze 2,2 % světových plateb se uskuteční v čínských jüanech).

GRAF 3.10: AMERICKÝ DOLAR NEMÁ V SOUČASNOSTI KONKURENCI



* Součet devizových transakcí je 200 %.

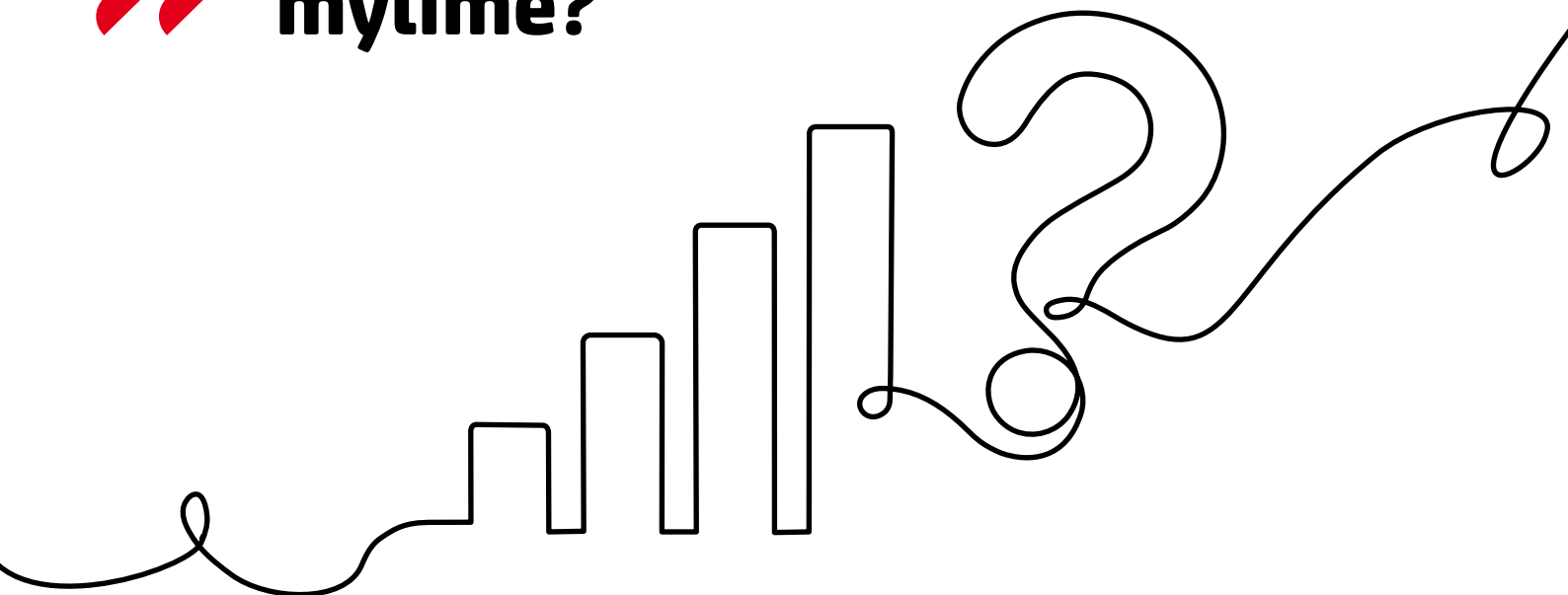
Zdroj: Bloomberg, Banka pro mezinárodní platby (BIS), Mezinárodní měnový fond, SWIFT a oddělení investiční strategie skupiny UniCredit; sledované období: 2023–2024

To, že Peking udržuje jüan, který není plně směnitelný, pod přísnou kapitálovou kontrolou, podkopává mezinárodní aspirace vztahující se k této měně. Nedávná zpráva Carnegie Endowment for International Peace uvádí, že Čína sice usiluje o internacionalizaci čínského jüanu, ale nemá ambice nahradit jím americký dolar, protože to by vyžadovalo zásadní transformaci jejího hospodářského modelu, včetně prohloubení finančního trhu, liberalizace kapitálových účtů, plovoucího směnného kurzu a omezení státních zásahů. Čína by navíc musela vykazovat značné schodky běžného účtu a snížit soukromé úspory, aby mohla svou měnu poskytovat globálně. Ačkoli čínské vedení usiluje o přechod od modelu založeného na investicích k modelu zaměřenému na soukromou spotřebu, takový přechod bude trvat dlouho.

V relativně dlouhodobém horizontu by případný vzestup čínského jüanu pravděpodobně vedl k vytvoření **multipolárního mezinárodního měnového systému**, nikoli ke globální hegemonii. V tomto kontextu by euro a čínský jüan mohly působit jako regionální kotvy v Evropě a Asii a představovat prostředek diverzifikace směrem od amerického dolaru.

Kromě geopolitických faktorů by dominanci amerického dolaru mohly oslabit i další faktory. **Inovace** v oblasti platebních technologií a zúčtování by mohly omezit používání amerického dolaru jako transakční měny subjekty z třetích zemí. Digitální měny centrálních bank by také mohly omezit roli amerického dolaru jako „třetí měny“ tím, že zkrátí dobu vypořádání a integrují zasílání zpráv a platby. **Uvolněná fiskální politika** v USA by navíc mohla donutit ratingové agentury snížit úvěrový rating země, což by narušilo důvěru investorů v americký dolar.

Co když se mýlíme?



AUTOŘI

Edoardo Campanella

Gokce Celic

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Michael Rottmann

Prognóza je v konečném důsledku záležitostí pravděpodobnosti, ale náš základní scénář může ohrozit mnoho faktorů. V následujícím textu se zaměříme na dva rizikové faktory, které nás nejvíc znepokojují: prudké zhoršení geopolitického prostředí a víc jestřábí Fed. Makroekonomické i tržní důsledky těchto dvou faktorů prozkoumáme blíže.

Co když se „osa rozvratu“ osmělí k dalším krokům?

Geopolitické riziko je pro světovou ekonomiku od covidové pandemie nejvíc destabilizujícím faktorem. V našem základním scénáři předpokládáme eskalaci napětí mezi Západem a Čínou a určité řešení konfliktů na Ukrajině a Blízkém východě prostřednictvím zásahu Trumpovy administrativy – potenciálně s trpkými důsledky pro Ukrajince i Palestince. Největší obavy však vzbuzuje to, jak by se mohla v budoucnu vyvíjet takzvaná „axis of upheaval“, tedy „osa rozvratu“, což je výraz z článku v časopise *Foreign Affairs*. Tato osa zahrnuje čtyři státy: **Írán, Severní Koreu, Rusko a Čínu**, které sbližuje společný cíl, kterým je zvrátit zásady, pravidla a instituce, na nichž je založen západní liberální řád. Ačkoli tyto státy tvoří formální blok, stále více koordinují své hospodářské, vojenské a diplomatické úsilí, aby minimalizovaly dopad nástrojů západní zahraniční politiky.

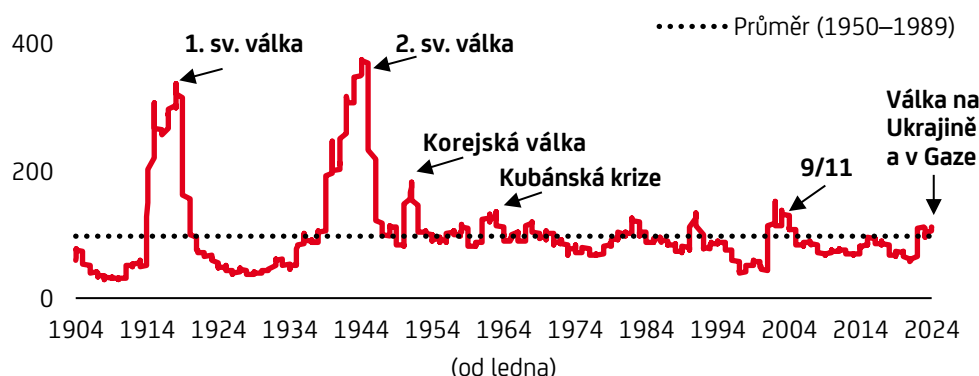
Bezprostředně před vypuknutím války na Ukrajině v roce 2022 oznámily Čína a Rusko partnerství „bez omezení“ a Peking od té doby poskytuje Moskvě ekonomickou podporu, nakupuje sankcionovanou ropu a stále častěji dodává komponenty dvojího užití, na které se vztahují Západem stanovené kontroly vývozu. Írán podporuje ruskou válku na Ukrajině poskytováním technologií pro bezpilotní letouny, zatímco Severní Korea poslala Rusku balistické rakety a vojáky na podporu konfliktu na Ukrajině. Pokud jde o další dvoustranné vztahy, Čína je také klíčovým dovozcem íránské ropy, na kterou byly uvaleny sankce, a Moskva je nyní největším zdrojem zahraničních investic do Íránu. Kromě toho Čína, Írán a Rusko v posledních třech letech pořádaly společná námořní cvičení. Seznam jejich vzájemných interakcí je velice dlouhý.

Co se může stát příští rok? Existuje riziko, že rozsah a dosah interakcí mezi těmito čtyřmi aktéry bude ještě intenzivnější. Spolupráce mezi těmito zeměmi byla dosud převážně dvoustranná. **Třístranná a čtyřstranná opatření** by mohla zvýšit jejich schopnost narušovat zaběhané pořádky. Nejviditelnější důsledky takto posílené osy by se mohly projevit ve stávajících konfliktech. Válka na Ukrajině se může protáhnout a Rusko může získat další území. Írán by mohl na pravděpodobné útoky Izraele reagovat agresivněji a válka na Blízkém východě by se mohla stát víc regionální, což by mohlo vést k přerušení dodávek ropy a zkapalněného zemního plynu. Neočekáváme, že by se Čína do některého z těchto konfliktů přímo zapojila, ale domníváme se, že by je mohla organizovat ze zákulisí, zejména pokud po znovuzvolení Donalda Trumpa vzroste napětí ve vztazích se Západem. Výsledek těchto konfliktů může mít v konečném důsledku vážné důsledky i pro budoucí postavení Tchaj-wanu.

To neznamená, že mezi Západem a touto osou dojde k rozsáhlému konfliktu. Hlavní riziko spočívá v tom, že čím víc budou tyto revizionistické mocnosti zpochybňovat západní liberální řád, tím víc trhlín se v mezinárodním systému objeví, což zvýší pravděpodobnost **druhé studené války** a vzniku odlišných hospodářských a ideologických bloků. Graf 4.1 ukazuje, že geopolitické napětí je již nyní nad průměrem z dob studené války. Mezinárodní měnový fond odhaduje, že obchod mezi ekonomikami v politicky vzdálených blocích poklesl víc než obchod mezi ekonomikami v rámci bloků. Přímé zahraniční investice se také rozdělují podle geopolitických hledisek a prodlužují se dodavatelské řetězce.

GRAF 4.1: GEOPOLITICKÉ NAPĚTÍ NAD PRŮMĚREM Z DOB STUDENÉ VÁLKY

INDEX GEOPOLITICKÉHO RIZIKA (klouzávy průměr za 12 měsíců)



Zdroj: Matteo Iacoviello, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Pokud se „osa rozvratu“ víc osmělí, tyto trhlíny by mohla ještě více prohloubit, což by podkopalo zvýšení efektivity a úspory z rozsahu, které vznikly díky specializaci obchodu, a vedlo by to ke zvýšení cen pro spotřebitele. MMF odhaduje, že v situaci, kdy by vznikly dva výlučné geopolitické bloky, jeden soustředěný kolem USA a Evropy a druhý kolem Číny a Ruska, došlo by k dlouhodobému snížení reálného HDP přibližně o 2,5 % a ke krátkodobému snížení přibližně o 5 % v celosvětovém měřítku. Je samozřejmě nepravděpodobné, že by ke zhoršení diplomatických vztahů došlo tak rychle, aby to v roce 2025 vyvolalo takové ztráty, ale mohlo by dojít k urychlení procesu fragmentace.

Důsledkem pro finanční trhy by byla **větší volatilita** a pravděpodobně i vyšší úrokové sazby, protože nabídkové šoky by mohly zvýšit inflaci navzdory slabším vyhlídkám růstu v podmínkách méně efektivní specializace obchodu, delších hodnotových řetězců a stlačení nabídky. Aktiva, která jsou tradičně považována za bezpečné útočiště, jako je zlato a americký dolar, by si v takovém prostředí pravděpodobně vedla dobře, zatímco aktiva rozvíjejících se trhů by mohla být vystavena vyšší volatilitě a zranitelnosti vůči náhlým změnám v rovnováze rizik. Kromě nepříznivého dopadu deglobalizace na vyhlídky globálního růstu by na důvěru spotřebitelů, zejména ve vyspělých ekonomikách se stárnoucí populací, mohla dlouhodobě působit také vyšší inflace a vnímání zvýšeného geopolitického rizika.

Co když Fed zvýší sazby?

V našem základním scénáři očekáváme, že Fed v prvním pololetí roku 2025 sníží cílové pásmo pro mezibankovní Fed funds o dalších 50 bb na 3,75–4,00 % a na této úrovni jej udrží až do roku 2026. V našem scénáři s příznivým rizikem předpokládáme, že úrokové sazby od druhého pololetí 2025 opět porostou. K tomu by mohl přispět **větší fiskální stimul** ze strany Trumpovy administrativy, pravděpodobně ve výši zhruba 5 % HDP oproti 2 % v našem základním scénáři, vyhlášený na začátku druhého pololetí roku 2025 a formálně schválený Kongresem na podzim. Opatření by mohla zahrnovat větší snížení daní, než se v současnosti předpokládá, například rozsáhlejší snížení daně z příjmu právnických osob, nižší daň z kapitálových výnosů a zvýšení limitů pro daňové odpočty. Takový dodatečný stimul by mohl zvýšit úroveň reálného HDP kumulativně přibližně o 1,5 % během dvou let a zvýšit inflaci přibližně o 0,3–0,4 p.b. v každém roce. Vzhledem k tomu, že by to zvýšilo růst i inflaci a růst by byl nad úrovní trendu, Fed to nebude ignorovat. Neboť tento stimul by byl oznámen až ve druhém pololetí roku 2025, držíme se našeho odhadu snížení cílového pásma mezibankovní sazby Fed funds o 50 bb na 3,75–4,00 % v prvním pololetí 2025. Jelikož tato úroveň není příliš restriktivní, Fed by pravděpodobně musel sazby následně zvýšit, a to nejspíš o 100–150 bb. V kontextu vyšších cel by vyšší růst v USA zřejmě neměl výraznější vedlejší účinky na eurozónu. Proto nadále předpokládáme, že ECB bude pokračovat ve snižování úrokových sazeb, ale pravděpodobně o něco méně, na 2,00 %, aby zohlednila pravděpodobné oslabení eura.

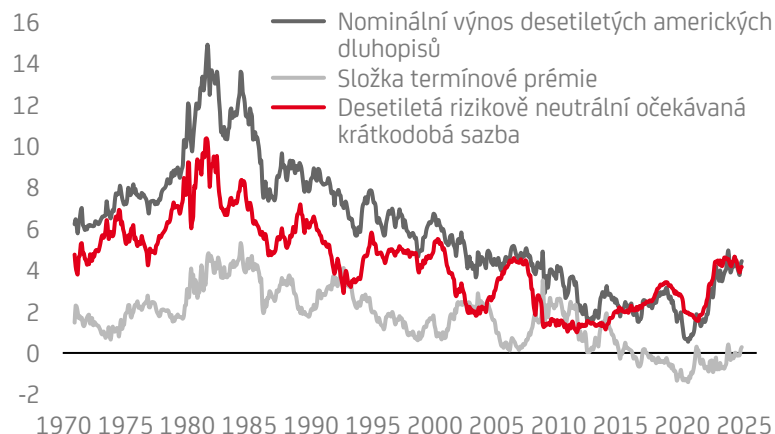
Jaká další fiskální opatření by mohla být zavedena?

Co čeká americká aktiva podle tohoto scénáře? Vzhledem k tomu, že inflace by byla trvale nad cílovou úrovní, růst by byl ještě vyšší, než předpokládá náš základní scénář, a je pravděpodobné, že Fed zpřísní svou měnovou politiku, mohli bychom být svědky **výrazného posunu ve vývoji sazeb**. Dlouhodobé výnosy by se tak dostaly na nová mnohaletá maxima. V takové situaci se stává velmi pravděpodobným, že výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů překročí 5% hranici, tedy vrchol zaznamenaný v roce 2023. Očekávaný výhled dlouhodobé klíčové sazby (červená čára v grafu 4.2), která se v současné době pohybuje kolem 4,15 %, by se mohl snadno zvýšit na 4,5 % a přetrvávající rozpočtové schodky, které by podnítily obavy o udržitelnost amerického dluhu, by pravděpodobně také zvýšily termínovou prémii (dodatečný výnos, který investoři požadují za držení cenných papírů s delší splatností ve srovnání s bezrizikovou sazbou). Podle odhadů Fedu činí nyní termínová premie u cenných papírů s desetiletou splatností 0,30 % (šedá čára v grafu 4.2).

Ačkoli jsme daleko od dob 70. a počátku 80. let 20. století, kdy tzv. bond vigilantes, tedy „dluhopisoví strážci“, v důsledku vysoké inflace a rostoucích deficitů vyhnali termínovou premii až na 5,3 %, není třeba mít ultralibertariánský pohled na věc, abychom si představili, že termínová premie vzroste alespoň na 1 %. Tím by se výnos **desetiletých amerických státních dluhopisů** dostal k 5,5 %, přičemž riziko by bylo vychýleno směrem k ještě vyšší termínové premii. Výnos 6 % u desetiletých amerických státních dluhopisů se pak již nezdá být nereálný. Delší období vysokých úrokových sazeb by také mohlo negativně ovlivnit akcie, čímž by se riziková premie za akcie stala mnohem méně atraktivní. **Zlato** by mohlo dosahovat relativně dobrých výsledků díky vysoké inflaci a především díky přetrvávajícím obavám z možné monetizace dluhu. Mezitím by mohl posílit **americký dolar** podporovaný rozšiřujícím se výnosovým rozpětím mezi USA a ostatními ekonomikami. Pokud se však objeví obavy o udržitelnost dluhu, může americký dolar ztratit část své atraktivity. Pokud se navíc přiblížíme k symbolické paritě kurzu eura vůči dolaru, korporátní Amerika pravděpodobně zatlačí na pilu a prezident Trump se může pokusit o **snížení kurzu dolaru**.

Souhrnně lze říct, že existuje mnoho faktorů, v jejichž důsledku vyhlídky finančního trhu v roce 2025 nejsou zdaleka tak růžové jako v minulých dvou letech. V extrémním scénáři, jako je ten z roku 2022, toto nastavení rizik naznačuje, že se s výjimkou nástrojů peněžního trhu, cenných papírů s pohyblivou úrokovou sazbou a zlata, které skončilo v roce 2022 v podstatě beze změny, zatímco většina hlavních dluhopisových a akciových trhů zaznamenala dvouciferné ztráty, v podstatě není kam schovat.

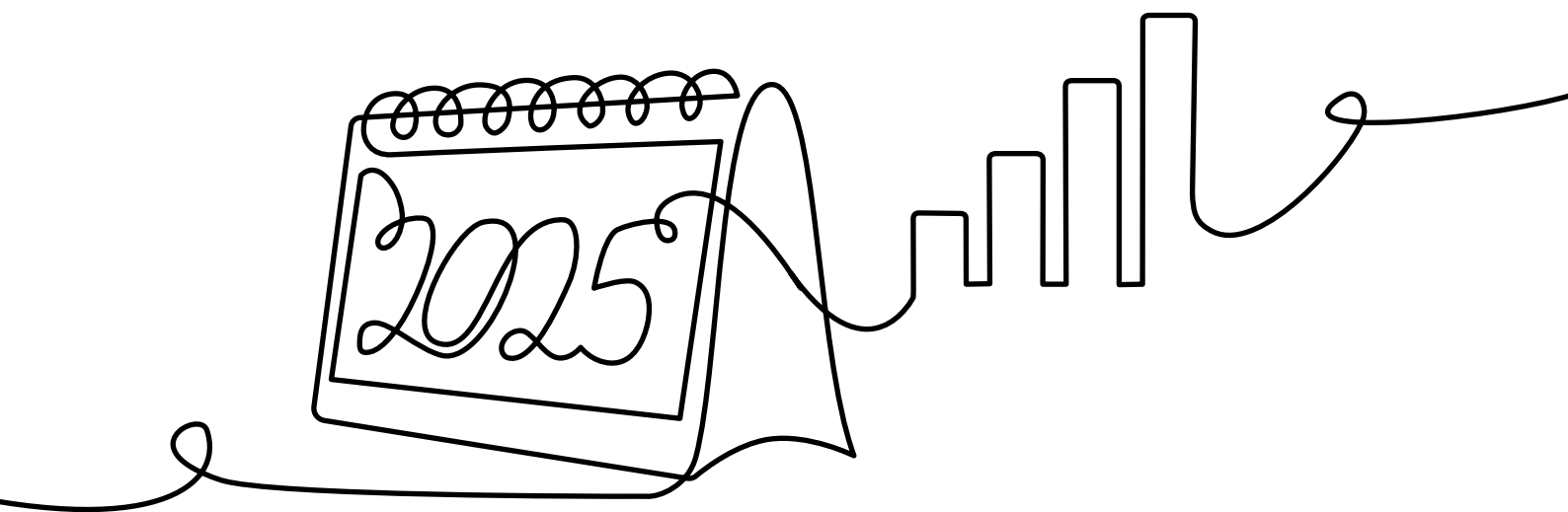
GRAF 4.2: RIZIKO JE VYCHÝLENO SMĚREM K VYŠŠÍ TERMÍNOVÉ PRÉMII



Poznámka: Časové řady podle modelu bezarbitrážní termínové struktury ekonomů newyorského Fedu Tobiaše Adriana, Richarda Crumpa a Emanuela Moenchy.

Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, údaje k datu: 15. 11. 2024

Hlavní příběhy roku 2025



REDAKTOŘI

Tullia Bucco

Andreas Rees

Christian Stocker

AUTOŘI

Tullia Bucco

Luca Cazzulani

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Christian Stocker

Michael Teig

1 Uvolněnější fiskální politika v USA a eurozóně – proč je to pro trhy důležité?

2 Evropský automobilový průmysl je pod tlakem Číny, ale závod teprve začíná

3 Umělá inteligence není pouhá bublina

1 Uvolněnější fiskální politika v USA a eurozóně – proč je to pro trhy důležité?

Fiskální politika bude pravděpodobně stále víc zvýrazňovat postpandemické rozdíly mezi USA a eurozónou. V USA se poměr veřejného dluhu k HDP zvýšil na rekordní úroveň, zatímco v eurozóně mírně poklesl a zůstal blízko své průměrné úrovni od globální finanční krize.

Podle Výboru pro zodpovědný federální rozpočet (CRFB) budou Trumpovy fiskální sliby v USA v příštích deseti letech stát **více než 9 bilionů dolarů** (bez dopadu vyšších příjmů z cel). To zahrnuje prodloužení jednotlivých snížení daní, které byly přijaty v zákoně o snížení daní a o pracovních místech (Tax Cuts and Jobs Act) z roku 2017 (v hodnotě zhruba 4 až 5 bilionů USD) a jejichž platnost vyprší na konci roku 2025. Vzhledem k tomu, že toto prodloužení bylo již součástí našeho předchozího základního scénáře, dodatečný fiskální stimul by tak kumulativně dosáhl přibližně 4 až 5 bilionů USD, tedy asi 1,5 až 2,0 % HDP Spojených států ročně, což znamená silnou a dlouhodobou expanzi fiskální politiky v příštím desetiletí.

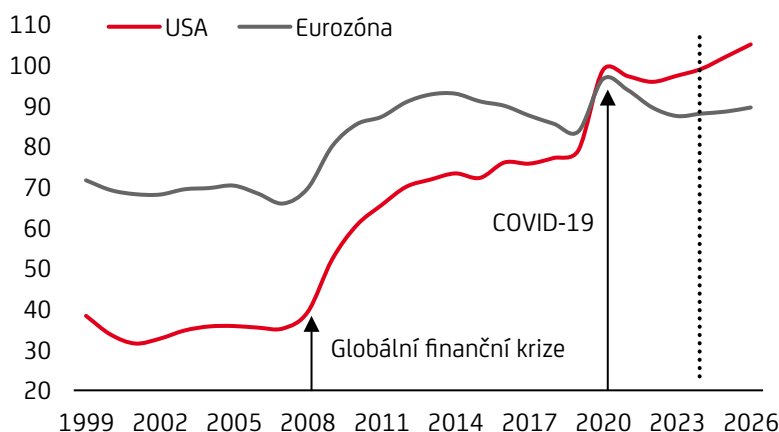
Eurozónu pravděpodobně čeká od příštího roku změna paradigmatu fiskální politiky, neboť v roce 2025 začne platit **nový evropský rámec pro správu ekonomických záležitostí**. To znamená, že v případě vysoce zadlužených zemí budou nová fiskální pravidla vyžadovat dlouhodobé fiskální úpravy, aby se poměr dluhu k HDP začal trvale snižovat. Například v Itálii a Francii, které patří k nejzadluženějším velkým zemím eurozóny, se očekává, že fiskální konsolidace v letech 2025 až 2031 dosáhne v průměru 0,5 procentního bodu HDP a 0,7 procentního bodu HDP. V eurozóně jako celku, kde má přibližně polovina zemí stále poměr veřejného dluhu k HDP nižší než 60 %, se očekává, že změna strukturálního

primárního salda bude v průměru činit přibližně 0,3–0,4 procentního bodu HDP.

Tento rozdíl ve fiskální politice USA a EU se odráží v jejich očekávaných budoucích trajektoriích zadlužení. Očekává se, že při nezměněné politice se veřejný dluh do konce příštího desetiletí zvýší v USA přibližně o 20 procentních bodů HDP a v eurozóně o méně než 10 procentních bodů. Podle ohlášených fiskálních plánů se tento rozdíl pravděpodobně výrazně prohloubí. Podle prognózy Výboru pro zodpovědný federální rozpočet se poměr dluhu k HDP v USA může do roku 2035 zvýšit na více než 140 %, zatímco fiskální korekce pravděpodobně povede k mírnému poklesu poměru dluhu k HDP v eurozóně. To znamená, že cíle fiskální a měnové politiky budou v eurozóně sladěny

a budou se vzájemně podporovat. Naproti tomu americká fiskální politika bude pravděpodobně pracovat v rozporu se záměrem Fedu posunout úrokové sazby na neutrálnější úroveň.

GRAF 5.1: REKORDNĚ VYSOKÝ VEŘEJNÝ DLUH USA
VEŘEJNÝ DLUH (% HDP)



Poznámka: Údaje Rozpočtového úřadu Kongresu o veřejném dluhu se týkají pouze hrubého federálního dluhu v držení veřejností, bez dluhu ve federálních svěřenských fondech a na ostatních vládních účtech.

Zdroj: Rozpočtový úřad Kongresu, Eurostat, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 1999–2026





Sazba r-star označuje reálnou úrokovou míru, kdy je dosaženo rovnováhy mezi poptávkou po investicích a poptávkou po úsporách a která nevede ani k expanzi, ani k propadu, pokud je v ekonomice dosaženo plné zaměstnanosti. Proto se sazba r-star v čase mění a její hodnota se může v krátkém období (v reakci na šoky a hospodářský cyklus) lišit od její dlouhodobé hodnoty.

JAKÉ DŮSLEDKY BY TAKOVÝ VÝVOJ FISKÁLNÍ POLITIKY MĚL NA REÁLNOU NEUTRÁLNÍ ÚROKOVOU SAZBU (tzv. R-STAR) NA OBOU STRANÁCH ATLANTIKU?

Rovněž mezi centrálními bankéři panuje konsenzus, že globální sazba r-star se v důsledku pandemie a rusko-ukrajinského konfliktu mohla poněkud zvýšit (nebo se pravděpodobně zvýší) v důsledku silných fiskálních stimulů, investičních potřeb spojených s ekologickou transformací a obranou a v důsledku rostoucí globální ekonomické fragmentace. Politika pana Trumpa zaměřená na dodatečné fiskální stimuly (podpora investic prostřednictvím silnější agregátní poptávky a zároveň zvýšení emisí platebních nástrojů) spolu s geopolitickou nejistotou a cly (které by mohly snížit globální nerovnováhu běžných účtů a „globální přebytek úspor“, o kterém se zmiňoval bývalý předseda Fedu Ben Bernanke, v podobě zahraniční poptávky po státních dluhopisech, zejména z Číny) a deregulací bankovního sektoru (která by mohla snížit poptávku po bezpečných, likvidních aktivech) by měla tendenci sazbu r-star poněkud zvýšit.

V eurozóně by perspektiva dlouhodobě mírně restriktivní fiskální politiky mohla vyvolat tlak na snížení sazby r-star omezením agregátní poptávky, což by mělo negativní dopad na investice. Očekáváme však, že tento tlak bude do značné míry kompenzován rostoucím tlakem na členské státy, zejména po vítězství D. Trumpa v prezidentských volbách, aby zvýšily veřejné výdaje s cílem účinně řešit hospodářské a sociální důsledky přetrvávajících konfliktů, nejnovějších geopolitických změn a ztráty konkurenceschopnosti průmyslového sektoru eurozóny v celosvětovém měřítku. Jak nedávno prohlásil bývalý prezident ECB Mario Draghi, udržování současného stavu může v dlouhodobém horizontu ohrozit schopnost eurozóny zachovat svůj hospodářský a socioekonomický model. Hlavním úkolem bude dosáhnout konsenzu ohledně vhodných nástrojů pro financování těchto strategických cílů.

Zaměříme-li se na horizont naší prognózy, důsledky vyšší sazby r-star podporují naše očekávání, že Fed přestane snižovat sazby dříve, než jsme dříve předpokládali, a že 4% mezibankovní Fed funds rate bude pravděpodobně stále restriktivní, ale ne příliš restriktivní (zejména pokud se inflační očekávání posunou výš, což by reálnou mezibankovní Fed funds rate snížilo). Naopak očekáváme, že ECB se bude držet svého plánu relativně brzy opustit restriktivní postoj a poté postupně zaujme mírně vstřícný postoj. Krátkodobá divergence sazby r-star v USA a eurozóně může být v průběhu času narušena, protože v důsledku vysoce integrovaných finančních trhů by dlouhodobá sazba r-star mohla být spíše globální než regionální konceptem.

Vysoké schodky v USA představují pro trhy riziko **přecenění termínových premii**, což by vedlo ke strmější křivce. MMF odhaduje (viz Fiscal Monitor z dubna 2024), že zvýšení primárního deficitu USA o 1 p.b. povede ke zvýšení termínové premie 11 p.b. Jde pravděpodobně o spodní hranici vzhledem k tomu, že investoři se nejspíše obávají udržitelnosti amerického dluhu víc, než tomu bylo ve vzorku použitým Mezinárodním měnovým fondem pro určení tohoto odhadu, a podíl investorů necitlivých na cenu amerických státních dluhopisů, včetně správců devizových rezerv a Fedu, klesl na pouhých 35 %.

Jedním z faktorů, který může (částečně) kompenzovat rozdíl ve fiskálních vyhlídkách USA a eurozóny, je skutečnost, že se očekává, že Fed počátkem příštího roku přestane snižovat svou bilanční sumu, zatímco od ECB se očekává razantnější postup spojený s úplným ukončením jejího programu nouzových nákupů Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP). Celkově však různé fiskální výhledy a jejich důsledky pro sazbu r-star ukazují na široké výnosové rozpětí, a to pravděpodobně i na dlouhém konci křivky. Kromě toho v USA vidíme ve srovnání s eurozónou riziko **návalů volatility**, protože mechanismus dluhového limitu v USA se ukázal jako neúčinný při omezování růstu dluhu, a proto bude úloha vyžadovat od vlády dodržování fiskální disciplíny přenechána trhu.

Další otázkou je, zda rozsáhlá emise ovlivní pouze americké státní dluhopisy, nebo zda povede také k oslabení amerického dolaru, které bude investorům do určité míry kompenzovat rizika. Domníváme se, že výrazný pokles hodnoty amerického dolaru je nepravděpodobný, protože:

1. americký dolar nadále hraje významnou roli v mezinárodním obchodě,
2. americký dolar má víc než 50% podíl na celosvětových devizových rezervách, a
3. role zahraničních investorů při absorpci dluhu denominovaného v americkém dolaru postupem času klesá a nahradili je domácí investoři.



Udržování současného stavu může ohrozit schopnost eurozóny zachovat svůj hospodářský a socioekonomický model



2

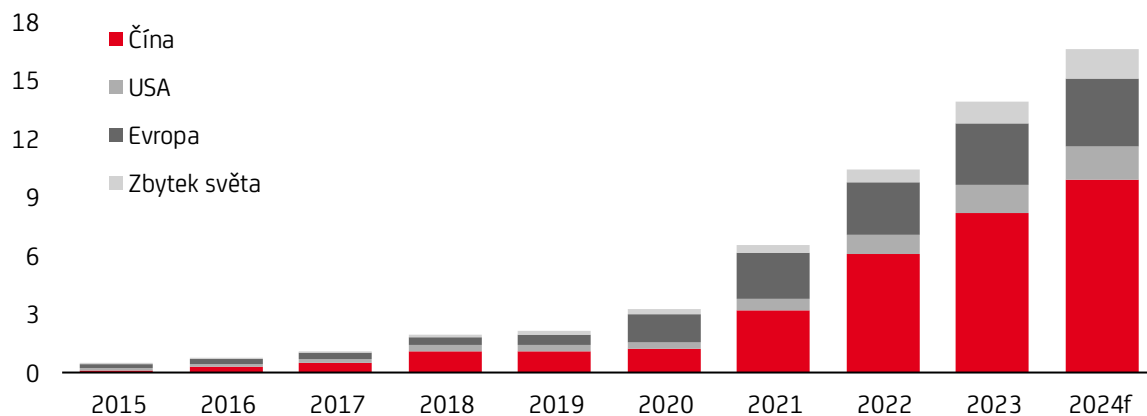
Evropský automobilový průmysl je pod tlakem Číny, ale závod teprve začíná

Globální automobilový průmysl prochází v současné době dosud nejrozsáhlejší transformací, která je poháněna rozsáhlými technologickými změnami, jako je přechod na ekologické technologie a rostoucí význam konektivity. **Celosvětový prodej elektromobilů** v roce 2024 pravděpodobně překročí 16 milionů kusů, což je nový rekord (viz graf 5.2). Čínské automobilky se dostaly do čela s prodejem téměř 10 milionů elektromobilů, což odpovídá celosvětovému podílu na trhu ve výši přibližně 60 %. Naproti tomu tradiční výrobci automobilů v Evropě ztrácejí půdu pod nohama. Očekává se, že letos prodají jen asi 3,5 milionu elektromobilů, což představuje celosvětový tržní podíl kolem 20 %.

Očekáváme, že evropský automobilový průmysl se v letech 2025–2026 bude potýkat s výraznými strukturálními problémy. To platí zejména pro **německé automobilky**. Mezi tyto výzvy patří nutnost snížit výrobní náklady, protože čínští výrobci těží z nižších nákladů na pracovní sílu, úspor z rozsahu a vládních dotací, nutnost částečně se odklonit od drahého prémiového segmentu a nabídnout cenově dostupnější modely elektromobilů, nutnost dohnat zaostávání v oblasti softwaru a konektivity a vypořádat se s globální dominancí čínských výrobců baterií. Kromě toho je pravděpodobné, že celosvětový posun směrem k zavádění elektromobilů bude vyvíjet tlak na dodavatele automobilového průmyslu v Německu a ve střední a východní Evropě, kde se automobilky specializují na výrobu spalovacích motorů. Podotýkáme, že motory pro elektromobily vyžadují pouze asi **20 dílů** ve srovnání s více než 2000 díly, z nichž se skládají spalovací motory. A konečně, vyšší americká cla, zejména na automobily, vzhledem k tomu, že zvolený prezident Trump se zaměřil na německé automobily, pravděpodobně utlumí pozitivní dopady plynoucí z nižší míry inflace a dalšího snižování sazeb centrálními bankami.

GRAF 5.2: ČÍNSKÉ AUTOMOBILKY V PŘEDJÍŽDĚCÍM PRUHU

CELOSVĚTOVÝ PRODEJ OSOBNÍCH AUTOMOBILŮ (V MIL.) PODLE TRHU/REGIONU SÍDLA AUTOMOBILKY



Zdroj: BNEF, Bundesbank, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Domníváme se však, že v letech 2025–2026 se objeví i **záblesky naděje** pro evropský automobilový průmysl. Negativní dopad vyšších amerických cel bude tlumen především tím, že řada německých výrobců automobilů je usazena v USA a může tam přímo vyrábět a prodávat své výrobky (německé pobočky v USA nakupují automobily a automobilové díly v hodnotě přibližně 150 miliard EUR ročně, zatímco vývoz z Německa do USA dosahuje pouze 34 miliard EUR). Kromě toho by se neměla podceňovat flexibilita německých podniků, které se mohou opřít o sociální partnerství mezi odbory a zaměstnavatelskými svazy. V uplynulých desetiletích se krizová období, jako bylo období po sjednocení Německa v 90. letech a světová finanční krize v letech 2008–2009, podařilo překonat díky kompromisům. Příkladem je snížení mzdových nákladů výměnou za záruky pracovních míst a zkrácení pracovní



Flexibilita německých podniků by se neměla podceňovat

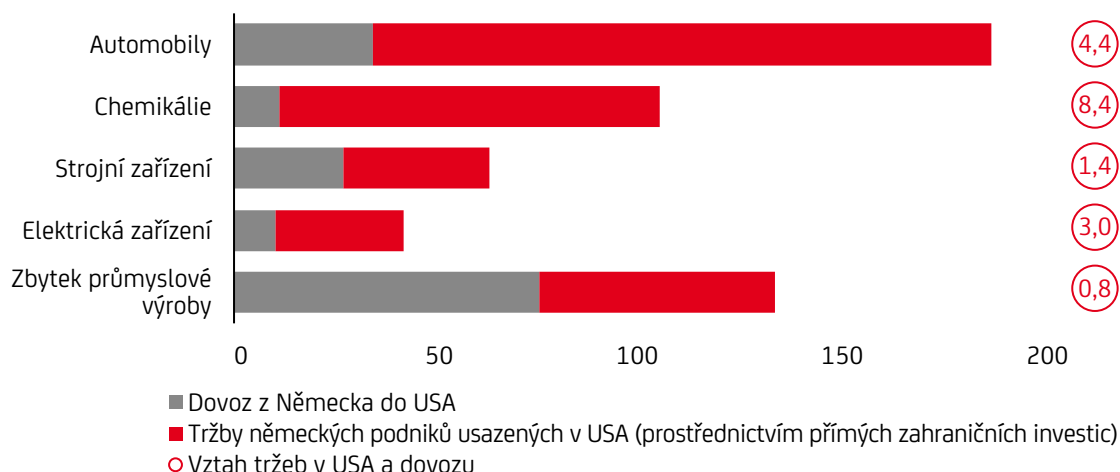


doby. Pozitivní je, že němečtí výrobci automobilů rychle dohánějí náskok v oblasti elektrických/hybridních pohonů a mezitím podali víc patentových žádostí než jejich konkurenti. Nedávno zavedená cla Evropské unie na čínské značky navíc pravděpodobně sníží cenový rozdíl mezi čínskými elektromobily a jejich evropskými konkurenty, i když existuje riziko, že by čínští politici mohli podniknout odvetná opatření a omezit prodej automobilů z EU v Číně. Ačkoli neočekáváme zvyšování cel mezi EU a Čínou, čínské značky pravděpodobně v EU zvýší místní výrobu pro evropské trhy, aby se vyhnuly dovozním clům. Protekcionistická obchodní opatření Evropské unie mohou rovněž podpořit „nearshoring“ automobilové výroby, což by mohlo být zvláště důležité pro ekonomiky střední a východní Evropy, které se snaží přilákat přímé zahraniční investice prostřednictvím nižších nákladů na pracovní sílu a nižších daní z příjmu právnických osob.

Po období let 2025–2026 je náš dlouhodobý výhled pro evropské výrobce automobilů konstruktivní. Čínské značky mají v současné době silnou konkurenční výhodu, ale zároveň se potýkají s problémy, jako je například značná nadbytečná kapacita výrobních zařízení. Ke zmírnění omezení nabídky a poptávky mohou rovněž přispět koordinované politiky na úrovni EU podporující automatizaci práce a rozvoj dobíjecí infrastruktury. A konečně **technologický závod** na světovém automobilovém trhu ještě zdaleka neskončil, naopak začíná. Teprve přijdou nové masivní technologické změny, které rozhodnou o vítězích a porážkách. Příkladem je rychlý vývoj technologie baterií a prodlužování dojezdových vzdáleností, pokrok v oblasti konektivity, internetu věcí a umělé inteligence, nástup autonomních vozidel a ještě větší úsilí o dosažení udržitelnosti prostřednictvím zvyšování životnosti automobilových dílů.

GRAF 5.3: PRODEJ AUTOMOBILŮ V USA PŘEVYŠUJE DOVOZ Z NĚMECKA

V MLD. EUR (2022, poslední dostupné údaje)



Zdroj: BNEF, Bundesbank, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit



3

Umělá inteligence není pouhá bublina

Představení ChatGPT v listopadu 2022 bylo projevem obrovského potenciálu umělé inteligence. V posledních letech došlo k rychlému rozvoji nových aplikací umělé inteligence (v tak rozmanitých oblastech, jako je marketing, farmacie, zdravotnictví, řízení rizik a vývoj produktů a služeb) a k masivním soukromým investicím do umělé inteligence, které v letech 2021 až 2023 dosáhly v průměru 110 miliard USD ročně, včetně zejména rychlého růstu generativní umělé inteligence.

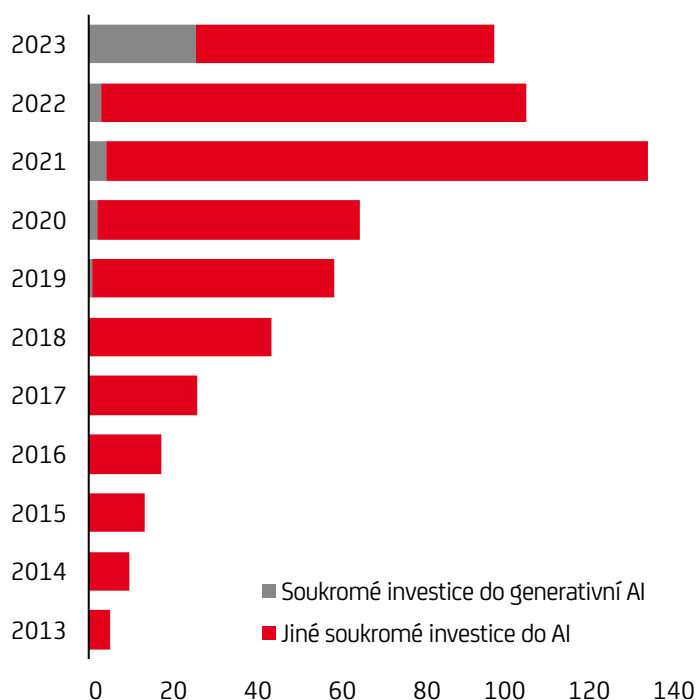
Velké technologické inovace, které vedou ke vzniku výrobních metod dostatečně významných na to, aby měly dlouhodobý souhrnný dopad v různých oblastech, se nazývají **univerzální technologie** neboli GPT (z angl. general-purpose technology). V minulosti vedl nástup nových univerzálních technologií, jako bylo zavedení elektřiny ve 20. letech 20. století nebo informačních technologií v 90. letech 20. století, nejprve k nárůstu investic o 3–4 % HDP, přičemž produktivita práce se zvýšila o pět nebo šest let později. Historie také naznačuje, že s vývojem nových technologií se tyto technologie zdokonalují a stávají se méně nákladnými. Například v případě umělé inteligence by se její současná vysoká energetická náročnost mohla snížit díky technologickému pokroku.

V posledních měsících rostou obavy, že výdaje na investice do umělé inteligence převýší výnosy vývoje i uživatelů modelů umělé inteligence, což omezí budoucí potenciál cenných papírů podniků zaměřujících se na umělou inteligenci. Domníváme se, že tyto obavy nejsou opodstatněné, protože rostoucí poptávka po produktech generativní umělé inteligence zůstává neomezená a nejvíc z toho budou těžit

velké americké společnosti, jako jsou Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta Platforms a Nvidia, protože podniky přesunou více činností do cloudu.

Pro lepší představu o silném vývoji velkých společností z oblasti umělé inteligence jsme vytvořili index podniků s vysokou kapitalizací působících v oblasti umělé inteligence, tzv. **index AI large-cap**, který obsahuje výše uvedené společnosti vážené podle jejich tržní kapitalizace. Vývoj indexu ukazuje, že základní příběh zisků velkých společností z oblasti umělé inteligence se nemění. Od roku 2018 index posílil o 375 % a zisky založené na dvanáctiměsíčním výhledu zisku na akcii vzrostly o 350 % (ve srovnání s pouhými 80 % u indexu S&P 500), přičemž odhady počítají s dalším 45% nárůstem v příštích dvanácti měsících. Těchto pět společností dosáhlo ve třetím čtvrtletí roku 2024 souhrnného čistého výsledku hospodaření ve výši přibližně 100 mld. USD. Tato čísla jistě u našeho indexu pro podniky působící v oblasti umělé inteligence ospravedlňují současný poměr ceny k zisku na úrovni 27 a zdůrazňují obrovský rozdíl oproti dřívějším bublinám, jako byla internetová

GRAF 5.4: SOUKROMÉ INVESTICE DO AI V MLD. USD

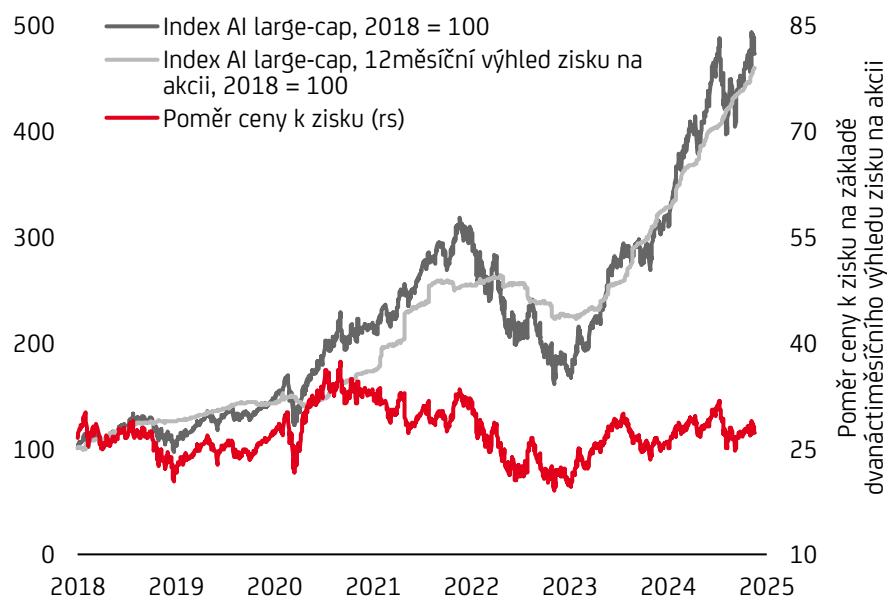


Zdroj: Zpráva Stanfordovy univerzity o indexu umělé inteligence pro rok 2024

internetová bublina na počátku tisíciletí, kdy se největší technologičtí lídři v té době obchodovali s téměř dvojnásobným poměrem ceny k zisku (ve výši 52), nebo japonská finanční bublina v roce 1989, kdy průměrný poměr ceny k zisku dosáhl vrcholu na úrovni 67. Za zmínku stojí i to, že některé ze společností, které v současnosti dominují v éře umělé inteligence, jsou neobvyklé tím, že patřily mezi špičku i v poslední technologické vlně v době internetové bubliny. Díky svému rozsahu a **vysoké ziskovosti**



GRAF 5.5: VÝRAZNÉ POSÍLENÍ INDEXU AI LARGE-CAP V DŮSLEDKU SOUVISEJÍCÍHO RŮSTU ZISKŮ



Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

mají jedinečnou pozici pro vývoj nových a investičně náročných technologií souvisejících s umělou inteligencí. Ačkoli však ocenění v současné době nejsou nadměrná, mají potenciál zvýšit volatilitu, což má vzhledem k vysoké koncentraci trhu v tomto segmentu vliv i na celý trh.

Jednou z překážek růstu zisků spojených s umělou inteligencí bude stále více její **náročnost na již tak omezené zdroje**. Hlavním omezením je energetická náročnost umělé inteligence. Americké energetické společnosti se již nyní potýkají s nárůstem spotřeby energie potřebné pro provoz programů a datových center umělé inteligence, která bude podle Mezinárodní energetické agentury do roku 2026 představovat 5–6 % celkové výroby energie v USA a Evropě, zatímco v roce 2022 to bylo kolem 4 %. Rozvoj umělé inteligence také zatěžuje některé regionální zdroje vody, protože voda je potřeba pro chladicí zařízení, a očekává se, že povede k nárůstu množství elektronického odpadu. To vede ke zhoršení profilů ESG průkopníků v této oblasti, což by mohlo

mít v budoucnu negativní dopady na regulaci a investory. Společenské a klimatické problémy by také mohly způsobit, že uživatelé nakonec omezí využívání aplikací umělé inteligence, a v důsledku toho zpochybní optimističtější prognózy růstu.

Vzhledem k ústřednímu významu polovodičů pro rozvoj umělé inteligence může být nejednoznačný postoj zvoleného prezidenta Trumpa k obhajobě **politického statusu Tchaj-wanu** zdrojem volatility pro akcie technologických firem – stejně jako v létě loňského roku, kdy Trump bagatelizoval strategický význam ostrova slovy: „Tchaj-wan je (od USA) 9500 mil daleko. Od Číny je vzdálen 68 mil.“ Těchto několik slov stačilo k tomu, aby se akcie výrobců čipů začaly výrazně prodávat.

Další překážkou rozvoje technologie umělé inteligence může být její **obecné přijetí** společností, zejména pokud jde o související potenciální ohrožení pracovních míst. Politici budou pozorně sledovat vývoj a dopad umělé inteligence a při zvažování budoucí regulace umělé inteligence budou hodnotit příležitosti i hrozby. Vzhledem k tomu, že technologický pokrok v oblasti generativní umělé inteligence a jejího využívání je velmi nový, poznatky získané na mikroúrovni nebo na úrovni odvětví zachycují především dopad na ty, kteří ji začali používat, a na ty, kteří vykonávají specializované úkoly, a pravděpodobně vypovídají pouze o krátkodobých účincích. Dlouhodobý dopad umělé inteligence na růst produktivity na makroúrovni bude záviset na rozsahu jejího využití a úspěšném začlenění do podnikových procesů. Nemyslíme si, že k významnému širšímu přijetí umělé inteligence netechnologickými

společnostmi dojde v krátkodobém horizontu, ale spíše za pět až deset let. Někteří ekonomové pochybují o dlouhodobém pozitivním dopadu na produktivitu, protože jsou skeptičtí ohledně toho, do jaké míry bude automatizace práce nákladově efektivní.

Zastáváme optimističtější názor a myslíme si, že umělá inteligence je transformační technologií se širokým uplatněním a schopností postupně stále více urychlovat příjmové toky podniků působících v této oblasti. Především zvýší efektivitu stávajících pracovních procesů tím, že automatizuje vyko-

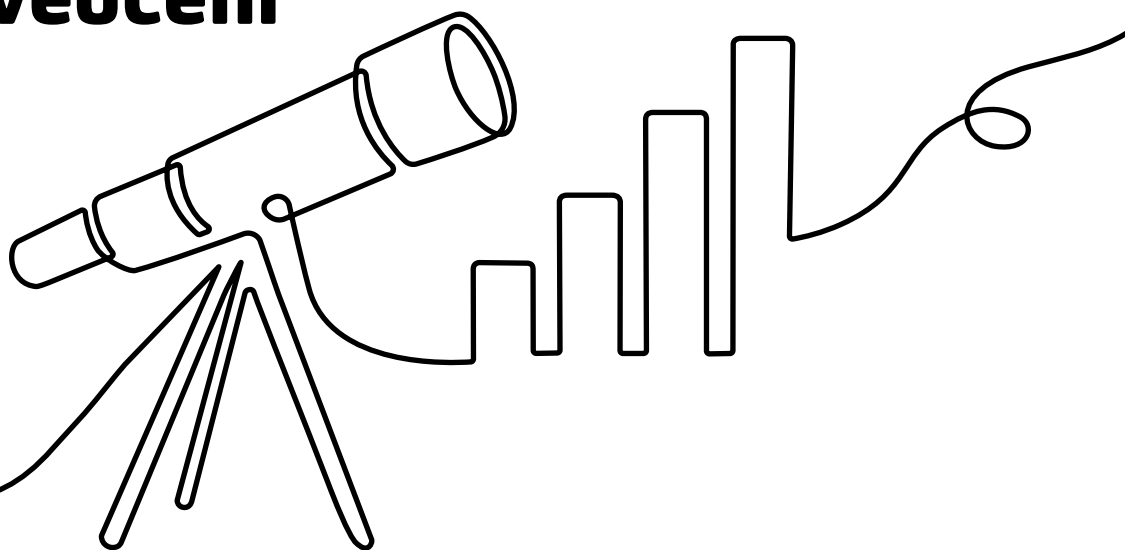
návané činnosti nebo zvýší produktivitu pracovníků, kteří takové činnosti vykonávají. To má potenciál zvýšit efektivitu a ziskovost podniků, což v příštím desetiletí povede k dalšímu růstu zisků na širším akciovém trhu. Podle našeho názoru tento technologický megatrend ospravedlňuje současné ocenění společností působících v oblasti umělé inteligence. S vývojem této technologie však budou v tomto odvětví opět vítězové a poražení – a dnešní lídři (zejména v oblasti polovodičového hardwaru) nemusí být lídři budoucnosti.

**Zastáváme
optimističtější názor
na AI**





Investiční přesvědčení



REDAKTOŘI

Tobias Keller

Elia Lattuga

AUTOŘI

Alessandro Caviglia
(CIO, Itálie)

Philip Gisdakis
(CIO, Německo)

Oliver Prinz
(CIO, Rakousko)

Tobias Keller

Elia Lattuga

Pohled investičních ředitelů

Každý hospodářský cyklus je jiný, ale určité vzorce mají tendenci se v průběhu času opakovat. Vzhledem k tomu, že velká část ekonomiky stále vykazuje charakteristiky pozdní části cyklu, jako je restriktivní měnová politika a napjaté podmínky na trhu práce, tradiční čtyřfázový hospodářský cyklus by naznačoval, že bude následovat recese. Širší ekonomický pohled však podporuje náš názor, že globální ekonomika v roce 2025 mírně poroste a od roku 2026 začne zrychlovat, přičemž zisky podniků porostou, poptávka po úvěrech se zvýší a měnová politika se posune do neutrální oblasti.

Historicky takové prostředí mírného růstu, zmírňující se inflace a klesajících úrokových sazeb, zejména pokud je doprovázeno dynamickými technologickými inovacemi, obvykle vedlo k pozitivní výkonnosti akciových trhů a obecně příznivým podmínkám pro dluhopisy. Proto je náš převažující výhled pro rok 2025 opatrně optimistický. Zdá se, že je na místě značná opatrnost, protože různé aspekty, včetně strukturálních změn v ekonomice a přetrvávajících vnějších faktorů, činí výhled trhu méně jistým.

Ačkoli potenciální výnos z peněžních vkladů by se měl s poklesem úrokových sazeb snižovat, hospodářský cyklus nás vybízí k tomu, abychom při alokaci investic zůstali selektivní a obezřetní a řídili se strategiemi, které mohou zvýšit odolnost portfolia opatrným upřednostňováním likvidnějších aktiv vyšší kvality napříč všemi třídami aktiv. Jsme však připraveni využít i vybrané příležitosti vyskytující se v okamžiku, kdy volatilita trhu vede k ocenění, které převyšuje základní hodnotu nebo jí neodpovídá.

Alokace aktiv

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

	SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU	NEUTRÁLNÍ	ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU
GLOBÁLNÍ AKCIE		●	
AKCIE USA		●	
EVROPSKÉ AKCIE	●		
ASIJSKO-TICHOMOŘSKÉ AKCIE (ROZVINUTÉ TRHY ¹⁾)			●
AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ		●	
GLOBÁLNÍ DLUHOPISY			●
STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU		●	
STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU		●	
PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ DENOMINOVANÉ V EURECH			●
PODNIKOVÉ DLUHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSEM	●		
DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (TVRDÁ MĚNA)			●
DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (MÍSTNÍ MĚNA)			●
PENĚŽNÍ TRHY	●		
ALTERNATIVY		●	
KOMODITY		●	
ROPA		●	
ZLATO		●	

¹⁾ Rozvinuté trhy (Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)



Náš podrobný pohled na hlavní třídy aktiv



GLOBALNÍ AKCIE

Očekává se, že makroekonomické prostředí zůstane v nadcházejících čtvrtletích pro riziková aktiva příznivé. Ustupující inflační rizika umožňují hlavním centrálním bankám uvolnit měnovou politiku v kontextu mírného globálního hospodářského růstu. Lepší růst zisků otevírá cestu k atraktivním vyhlídkám na výnosy globálních akcií. Citlivost jednotlivých regionů a odvětví na potenciální dopady politického a geopolitického vývoje může zvýšit volatilitu a vyžadovat určitou diferenciaci investičních názorů v rámci třídy aktiv. Neočekáváme však, že by se trh dostal pod trvalý tlak, a potvrzujeme náš konstruktivní pohled na globální akcie.



AKCIE USA

Americká ekonomika se v roce 2024 ukázala být odolnější, než se očekávalo, a pozitivní dynamika se rozšíří i do roku 2025, i když základní faktory spotřeby začnou slábnout. Neočekáváme tvrdé přistání, ale spíše slušný růst HDP v roce 2025 a opětovné zrychlení v roce 2026. Americké akcie budou pravděpodobně těžit z vyhlídky na politiku příznivější pro tento trh a na lepší rovnováhu mezi rizikem a výnosem ve srovnání s ostatními regiony, které jsou relativně více vystaveny geopolitickému napětí a riziku cel. Ocenění akcií vzrostlo a pravděpodobně může z této úrovně očekávat jen omezený růst. Je třeba sledovat riziko koncentrace v indexech podniků s velkou kapitalizací v USA.



EVROPSKÉ AKCIE

Globální akciové prostředí pravděpodobně nabídne určitou podporu, ale domácí faktory evropským akciím příliš nepomohou. Očekává se, že růst HDP zůstane v příštích dvou letech pod svým potenciálem, přičemž převažují rizika poklesu v důsledku obchodního napětí a geopolitické nejistoty. Příznivý výhled inflace umožní, aby se politika ECB změnila na neutrální. Snížené ocenění akcií a očekávání pozvolného růstu zisků by mohly nabídnout atraktivní vstupní body, ale výběr jednotlivých titulů a sektorů se stává ještě důležitějším.



ASIJSKO-PACIFICKÉ AKCIE (ROZVINUTÉ TRHY¹⁾)

V Japonsku pokračují střednědobé a dlouhodobé strukturální změny. Očekáváme, že růst japonského HDP v příštím roce posílí, zatímco japonská centrální banka by měla pokračovat v normalizaci své měnové politiky a postupně zvyšovat sazby. Zdá se, že vývoj úrokových diferencíálů podpoří mírné oživení japonského jenu vůči americkému dolaru a euru, což může představovat problém pro příjmy z vývozu, ale časem by to mohlo zlepšit náladu v zemi. Pozice japonského jenu je vyváženější než v minulosti, což by mělo omezit volatilitu. Asijsko-tichomořské akcie se vyznačují levným oceněním a nabízejí výhody diverzifikace v rámci globálního akciového portfolia.



AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

Mírný globální růst a riziko zvýšení obchodních bariér opravňují k určité opatrnosti, pokud jde o akcie rozvíjejících se trhů. Strukturální zpomalení růstu HDP v Číně bude pokračovat, přičemž se snižují očekávání výrazného fiskálně vyvolaného zrychlení růstu. Fiskální a měnově-politická opatření by mohla zmírnit finanční rizika a přispět k oživení vzhledem ke značně nízké výkonnosti v posledních několika letech a nízkému ocenění. Nadále zdůrazňujeme potřebu selektivního přístupu k akciím rozvíjejících se trhů podle zemí a sektorů.

¹⁾ Rozvinuté trhy (Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)



SNÍŽENÍ VÁHY
V PORTFOLIU



NEUTRÁLNÍ



ZVÝŠENÍ VÁHY
V PORTFOLIU





GLOBALNÍ DLUHOPISY

Výnosy globálních dluhopisů se nadále obchodují na atraktivních úrovních. Podpůrnými faktory by měly být snížená inflační rizika a vyhlídka na další snížení sazeb hlavních západních centrálních bank. Kromě toho, pokud odhlédneme od inflačního šoku, existují náznaky, že kvalitní dluhopisy s pevným výnosem opět mohou s ohledem na akciovou expozici sloužit k diverzifikaci, a korelace mezi dluhopisy a akciemi by mohla dále klesat, protože pozornost trhu se přesune od inflace k hospodářskému růstu. Forwardové křivky již předpokládají výrazné přecenění krátkodobých sazeb a mohou omezovat výši výnosů dluhopisů, které jsou podle našeho názoru taženy především carry potenciálem. Vývoj na trzích amerických dluhopisů by mohl pro tuto třídu aktiv představovat problém.



STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU

Při omezování inflace v eurozóně bylo dosaženo značného pokroku a růst HDP byl v posledních čtvrtletích spíše mírný. Oživení pravděpodobně zůstane jen minimální, což by mělo Evropské centrální bance umožnit další uvolnění měnové politiky, a přispět tak k příznivému prostředí pro státní dluhopisy zemí EMU a ke strmějšímu vývoji výnosové křivky.



STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU

Hospodářský růst v USA byl překvapivě vysoký a měl by nadále vytrvat, i když bude zpomalovat. Inflační rizika byla většinou omezena. Trhy předpokládají určitou normalizaci úrovně oficiálních sazeb v nadcházejících čtvrtletích, což vytváří příznivé prostředí a může podpořit poněkud strmější vývoj křivky. Atraktivní úrovně výnosů a to, že se americké státní dluhopisy chovají jako zajištění v případě výraznějšího než očekávaného zpomalení ekonomiky nebo rostoucího napětí na trhu, pravděpodobně přispějí k posílení poptávky. Pokud by se však v USA zvýšila rizika financování a/nebo inflace, ovlivnilo by to dluhopisy s delší dobou splatnosti.



PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ DENOMINOVANÉ V EURECH

Úvěrové základy evropských podnikových dluhopisů investičního stupně jsou podpořeny zdravými rozvahami. Pákový poměr je pod dlouhodobým průměrem, zisky jsou vyšší, než se očekávalo, a peněžní prostředky zůstávají dostatečné. Úvěrový cyklus přechází do fáze oživení, během níž mají podniky tendenci se ve své finanční politice nadále zaměřovat na zachování peněžních prostředků, což může mít pozitivní dopad. Prémie za úvěrové riziko však mají v nadcházejících měsících mírný prostor pro další utažení, přičemž klíčovým zdrojem celkového výnosu bude pravděpodobně carry potenciál.



PODNIKOVÉ DLUHOPISY S HIGH YIELD

Postupné oživení hospodářského růstu v roce 2025 by mělo podpořit podnikové dluhopisy s vysokým výnosem. Jejich spready se však pohybují na užším konci historického rozpětí a emitenti budou muset v příštích dvou letech refinancovat velkou část svého celkového dluhu. Nízká likvidita dluhopisů s vysokým výnosem navíc v současné fázi hospodářského cyklu dále snižuje jejich atraktivitu.



DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (STABILNÍ MĚNA)

Atraktivní úrovně výnosů dluhopisů a předpokládané výnosy založené na carry mohou z dluhopisů rozvíjejících se zemí v tvrdé měně učinit důležitý doplněk diverzifikovaného portfolia. Globální měnové impulzy budou mít pravděpodobně určitý pozitivní dopad, ale důležitá podpora, kterou poskytoval oslabující americký dolar, se v nadcházejících čtvrtletích pravděpodobně vytratí.



DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (LOKÁLNÍ MĚNA)

Globální pokles inflace otevřel zemím po celém světě cestu k úpravě měnové politiky, což přispělo k vytvoření lepšího prostředí pro investice s pevným výnosem. Dluhopisy rozvíjejících se trhů v místních měnách stále nabízejí atraktivní výnosy, i když nižší než před několika čtvrtletími. Určité problémy by mohlo přinést geopolitické napětí a cla.





PENĚŽNÍ TRHY

Hlavní západní centrální banky zahájily své cykly uvolňování a očekává se, že postupně sníží oficiální sazby na neutrálnější úroveň. Krátkodobá kvalitní expozice sice vzhledem k přetrvávajícímu riziku zůstává potenciálním bezpečnostním ventilem, ale vyhlídky na výnos se v posledních měsících zhoršily a zvýšila se reinvestiční rizika. Domníváme se, že jiné segmenty s pevným výnosem nabízejí atraktivnější výnosy.



ALTERNATIVY

Klíčovou vlastností této třídy aktiv zůstává její diverzifikační potenciál. Přestože se inflační rizika zmírnila, představují reálná aktiva zajištění proti prudkému zrychlení cenových tlaků (což ovšem není náš základní scénář).



KOMODITY

ROPA

Vzhledem k bohaté nabídce ropy v Severní Americe a poměrně slabému výhledu poptávky, který může přimět organizaci OPEC+, aby v příštím roce znovu zvážila, zda omezení těžby zrušit, bude se cena ropy Brent pravděpodobně až do konce roku 2025 pohybovat kolem nedávných úrovní. Rozsáhlejší konflikt na Blízkém východě by pravděpodobně zvýšil ceny, zatímco výrazná deeskalace a znatelné globální ekonomické oslabení (což není náš základní scénář) by mohly vyvinout tlak na pokles cen ropy.

ZLATO

Po letošním silném růstu, který podpořila poptávka centrálních bank a soukromých investorů, se zvýšilo riziko výprodeje za účelem výběru zisků. Přetrvávající geopolitická nejistota bude pravděpodobně i nadále přispívat k poptávce po zlatě. Nižší výnosy dluhopisů a poněkud slabší americký dolar by měly omezit potenciál poklesu cen zlata. Pokud však nedojde k výrazné eskalaci napětí, prudkému nárůstu inflace nebo prudké korekci světových cen akcií, může mít zlato ze své současné úrovně jen omezený růstový potenciál.

MĚNY

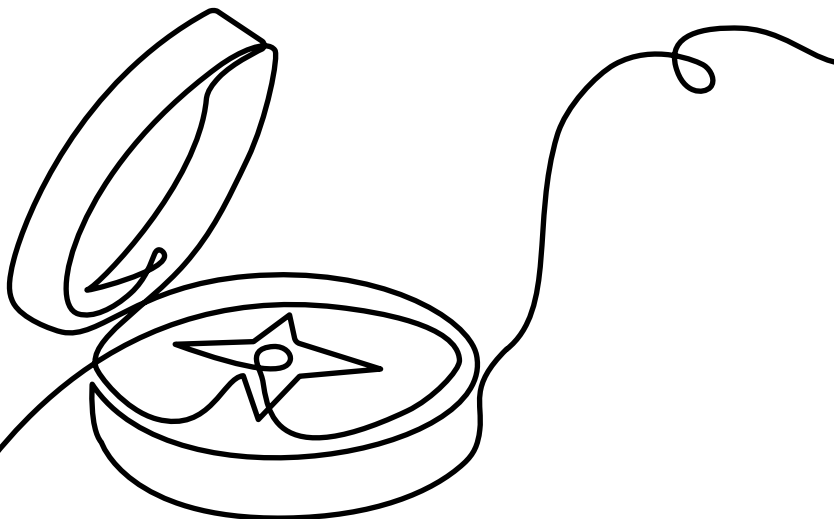
EUR–USD

Kurz EUR–USD pravděpodobně dále oslabí, ale ne pod paritu. Obavy z nedostatečné fiskální disciplíny v USA by měly omezit klesající trend kurzu EUR–USD, ale slabší ekonomický výhled v eurozóně omezuje jeho potenciál k posílení.





Předpovědní tabulky



PROGNÓZY SKUPINY UNICREDIT

PROGNÓZY HDP, CPI A SALDA STÁTNÍHO ROZPOČTU

	Reálný HDP (% meziročně)			Spotřebitelské ceny (% meziročně)			Saldo státního rozpočtu (% HDP)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globální	3,2	3,2	3,3						
USA	2,7	2,1	2,3	2,9	2,3	2,5	-7,6	-8,0	-8,6
Eurozóna:	0,8	0,9	1,2	2,4	1,9	1,9	-3,6	-3,2	-2,8
Německo	-0,2*	0,7*	1,2*	2,2	1,5	1,7	-2,0	-2,0	-2,0
Francie	1,1	0,7	1,2	2,0	1,0	1,2	-6,1	-5,4	-4,2
Itálie	0,5	0,8	1,0	1,0	1,5	1,6	-4,0	-3,6	-3,0
Španělsko	3,0	1,8	1,9	3,0	1,8	2,0	-3,9	-3,0	-2,5
Spojené království	0,9	1,2	1,4	2,5	1,9	2,0	-4,3	-4,0	-3,8
Čína	4,8	4,5	4,2	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Japonsko	0,1	1,0	0,9	2,4	1,8	1,9	-6,9	-3,1	2,0
Indie	7,0	6,5	6,5	4,4	4,1	4,1	-2,4	-2,1	-2,2

* Údaje neupravené podle pracovních dnů. Upraveno podle pracovních dnů: -0,1 % (2024), 0,8 % (2025) a 1,0 % (2026)

Zdroj: oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	1Q 26	2Q 26	3Q 26	4Q 26
Fed	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
ECB	3,00	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
UK	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
Japonsko	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75	0,75	0,75	0,75
Švédsko	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Norsko	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25

Poznámka: Údaje jsou ke konci období

Zdroj: Oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	15. 11. 2024	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25
Eurozóna:					
Depozitní sazba	3,25	2,50	2,25	2,00	1,75
3M Euribor	3,00	2,43	2,20	1,95	1,75
2Y Schatz	2,12	2,10	2,00	1,90	1,80
10Y Bund	2,36	2,30	2,30	2,30	2,30
2Y EUR swap	2,22	2,20	2,10	2,05	1,95
10Y EUR swap	2,30	2,30	2,30	2,35	2,35
10Y Bund-swap spread	-6	0	0	5	5
2Y BTP	2,58	2,55	2,45	2,40	2,30
10Y BTP	3,55	3,60	3,60	3,60	3,60
10Y BTP-Bund spread	120	130	130	130	130
USA					
Mezibankovní Fed funds rate	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00
3M OIS SOFR	4,49	4,14	3,90	3,90	3,90
2Y UST	4,30	4,25	4,20	4,10	4,00
10Y UST	4,44	4,50	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund spread	208	220	220	220	220

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	15. 11. 2024	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25
EUR-USD	1,06	1,05	1,04	1,03	1,02
USD-JPY	155	154	152	150	149
EUR-JPY	164	162	158	155	152
GBP-USD	1,26	1,27	1,26	1,25	1,24
EUR-GBP	0,84	0,83	0,83	0,82	0,82
USD-CNY	7,24	7,30	7,33	7,30	7,28
EUR-CNY	7,65	7,67	7,62	7,52	7,43

Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	Konec obchodování 15. 11. 2024	Polovina roku 2025	Konec roku 2025
Ropa			
Brent USD/barel	71	75	78
Akcie			
Euro STOXX 50	4 795	5 075	5 200
STOXX Europe 600	503	530	545
DAX	19 211	20 000	21 000
MSCI Italy	89	93	97
500 S&P	5 871	6 400	6 800
Nasdaq 100	20 394	22 000	23 500
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	96	85	80
iBoxx Banks Senior	93	90	85
iBoxx High Yield NFI	302	280	270

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

Podrobné tabulky prognóz naleznete na následujících odkazech:

[Ekonomika, úrokové sazby, směnné kurzy.](#)



VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

od	15. 11. 2023	15. 11. 2019	13. 11. 2020	15. 11. 2021	15. 11. 2022	15. 11. 2023	15. 11. 2019	1. 1. 2024
do	15. 11. 2024	15. 11. 2020	15. 11. 2021	15. 11. 2022	15. 11. 2023	15. 11. 2024	15. 11. 2024	15. 11. 2024
Akciové indexy (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	27,2	14,1	29,9	-15,3	13,5	27,2	79,8	19,1
MSCI Emerging Markets (v USD)	13,7	16,9	10,9	-22,9	5,6	13,7	19,1	8,8
MSCI US (v USD)	32,5	19,8	33,0	-15,2	14,8	32,5	104,0	24,6
MSCI Europe (v EUR)	14,8	-3,5	30,2	-6,9	8,2	14,8	43,8	8,1
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	16,4	16,1	11,0	-20,7	7,0	16,4	26,4	10,2
STOXX Europe 600 (v EUR)	15,2	-2,2	30,2	-8,3	8,1	15,2	43,9	8,3
DAX 40 (Německo, v EUR)	21,7	-0,8	23,5	-11,0	9,5	21,7	45,1	14,7
MSCI Italy (v EUR)	24,7	-12,3	34,7	-5,9	25,2	24,7	71,8	19,1
ATX (Rakousko, v EUR)	14,9	-22,6	65,3	-13,1	6,8	14,9	35,2	8,8
SMI (Švýcarsko, v CHF)	12,8	6,0	22,9	-9,4	0,2	12,8	31,6	7,8
S&P 500 (USA, v USD)	32,0	18,0	32,5	-13,4	14,7	32,0	103,7	24,6
Nikkei (Japonsko, v JPY)	17,7	11,9	19,3	-3,9	22,3	17,7	82,7	17,4
CSI 300 (Čína, v jüanech)	14,5	27,0	2,3	-19,1	-4,3	14,5	14,9	19,1
Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	4,1	11,9	-3,9	-15,8	-2,4	4,1	-7,1	-1,1
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	5,0	7,8	-2,9	-12,7	-0,4	5,0	-3,8	0,7
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	9,2	8,8	0,6	-16,2	3,4	9,2	4,3	3,1
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	4,4	2,2	-2,4	-18,2	-1,5	4,4	-15,6	-0,3
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	6,3	3,8	-2,0	-16,8	-1,1	6,3	-10,7	1,6
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	7,9	2,0	0,0	-14,3	3,8	7,9	-1,8	4,2
Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-2	-95	73	221	75	-2	260	58
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-27	-115	58	293	62	-27	261	29
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-64	-98	32	327	41	-64	227	10
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-20	-20	30	234	50	-20	269	35
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-40	-37	28	247	60	-40	252	17
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-88	-20	16	350	12	-88	266	-19
Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-41	8	-30	57	-26	-41	-32	-24
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-130	55	-153	154	-75	-130	-134	-62
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-39	-3	2	73	-30	-39	5	-31
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-129	45	-78	180	-69	-129	-45	-77
Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)								
Libor (USD, 3 měsíce)	-77	-168	-6	449	98	-77	295	-74
Euribor (EUR, 3 měsíce)	-100	-12	-5	236	220	-100	340	-91
Směnné kurzy eura (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	-2,5	7,4	-3,1	-9,1	4,5	-2,5	-4,1	-4,2
Britská libra (EUR-GBP)	-4,6	4,7	-5,0	2,7	-0,3	-4,6	-2,6	-4,0
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-2,7	-0,6	-2,5	-7,1	-1,5	-2,7	-14,1	1,4
Japonský jen (EUR-JPY)	0,2	3,7	5,2	11,1	12,8	0,2	37,0	5,1
Komodity (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	28,4	24,6	-2,0	-5,2	10,0	28,4	65,8	23,7
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	10,5	12,8	34,7	-5,3	-10,1	10,5	41,3	6,4
Zlato (v USD za ryzí uncí)	29,8	28,7	-1,7	-4,9	10,6	29,8	75,4	24,6
Ropa (Brent, v USD za barel)	-11,7	-31,5	91,7	14,4	-13,6	-11,7	13,9	-7,1

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.





UniCredit S.p.A.
Client Solutions
Investiční strategie skupiny



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



E-mail
uiinvstrategy@unicredit.eu

Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions
unicreditgroup.eu/ourinvestmentinsights

AUTOŘI NÁPADŮ

Manuela D'Onofrio
Vedoucí GIS

Fabio Petti
Zástupce vedoucího GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Itálie

Philip Gisdakis
CIO, Německo

Oliver Prinz
CIO, Rakousko

Marco Valli
Vedoucí oddělení makroekonomických analýz

.....

Tullia Bucco

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

ŠÉFREDAKTOR

Edoardo Campanella

VEDOUcí REDAKTOR

Chiara Silvestre

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

DESIGN

Isla Morgan



Naskenováním QR kódu
získáte digitální shrnutí
publikace Kompas pro rok 2025

MARKETINGOVÉ SDĚLENÍ

Tato publikace/video je marketingovým sdělením společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit-Bank GmbH (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“), které je určeno široké veřejnosti a poskytováno zdarma pouze pro informační účely. Předmětné sdělení nepředstavuje investiční doporučení ani poradenství ze strany skupiny UniCredit a rozhodně nejde o žádnou nabídku určenou veřejnosti ani o výzvu k nákupu nebo prodeji cenných papírů. Informace obsažené v tomto dokumentu nejsou investičním výzkumem ani finanční analýzou, protože kromě toho, že obsahují pouze vybrané skutečnosti, nejsou zpracovány v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k prosazování nezávislosti investičního výzkumu, a nevztahuje se na ně zákaz obchodování před šířením investičního výzkumu.

UniCredit Group, včetně všech společností této skupiny, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím uvedeným v tomto dokumentu. Příslušné informace o zájmech a pozicích skupiny UniCredit jsou dostupné na této webové stránce: <https://www.investmentinsights.unicredit.eu/conflictsofinterest-positiondisclosures>. 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. Investice jsou spojeny s rizikem. Před jakoukoli transakcí s finančními nástroji si prosím prostudujte příslušné nabídkové dokumenty. Je třeba také poznamenat následující:

1. Informace týkající se výsledků finančního nástroje, indexu nebo investiční služby dosažených v minulosti nevypovídají o budoucích výsledcích.
2. U investičních nástrojů denominovaných v jiné měně, než je měna investora, může hodnota investice silně kolísat v závislosti na změnách směnných kurzů a mít nežádoucí vliv na výnosnost investice.
3. Cena investic, které nabízejí vysoké výnosy, může po snížení ratingu výrazně kolísat. V případě úpadku emitenta může investor přijít o veškerý investovaný kapitál.
4. Investice s vysokou volatilitou mohou podléhat náhlým a výrazným poklesům hodnoty a v okamžiku prodeje mohou generovat značné ztráty až do výše celého investovaného kapitálu.
5. V případě mimořádných událostí může být pro investora obtížné prodat nebo zpeněžit určité investice nebo získat spolehlivé informace o jejich hodnotě.
6. Pokud informace odkazují na konkrétní daňový režim, je třeba upozornit, že daňový režim závisí na individuální situaci zákazníka a může se v budoucnu změnit.
7. Pokud se informace týkají budoucích výsledků, je třeba upozornit, že nepředstavují spolehlivý ukazatel těchto výsledků.
8. Diverzifikace nezaručuje zisk ani nechrání před ztrátami.

Skupina UniCredit v žádném případě nenesе odpovědnost za skutečnosti ani škody, které mohou komukoli nastat nebo vzniknout v důsledku použití tohoto dokumentu, včetně škod způsobených ztrátami, ušlým ziskem nebo nerealizovanými úsporami. Obsah publikace, včetně údajů, zpráv, informací, obrázků, grafiky, kreseb, značek a názvů domén, je vlastnictvím UniCredit Group, pokud není uvedeno jinak, a vztahuje se na něj autorské právo a právo průmyslového vlastnictví. Neposkytuje se žádná licence ani právo na užívání, a proto není dovoleno reprodukovat celý tento obsah nebo jeho část na jakémkoli nosiči, kopírovat jej, zveřejňovat a používat ke komerčním účelům bez předchozího písemného souhlasu UniCredit Group, s výjimkou použití pro osobní účely.

Informace a údaje obsažené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 15. 11. 2024.