**KOMENTÁŘ**

Praha, 16. ledna 2024

**Fidelity International: Výhled 2024**

*Komentář Andrewa McCafferyho, globálního CIO společnosti Fidelity International*

**Nikdy jsem nespravoval peníze tak, že bych přesně věděl, co se stane za 12 měsíců. Můžu mít osobní názor, ale dobré investování vyžaduje disciplínu, otevřenou mysl a připravenost reagovat na měnící se skutečnosti.**

Porozumět velkým ekonomickým, sociálním nebo politickým změnám je často možné až ve fázi, kdy jsou již v plném proudu a kdy jsou pevně zakotveny nové trendy. Aktuálně se nacházíme v první fázi dramatické změny režimu – od nízké inflace a stále klesajících úrokových sazeb k něčemu jinému. Ono „něco jiného“ s sebou přinese větší ekonomickou volatilitu, riziková prémie za držbu aktiv proto bude vyšší. Očekáváme, že sazby budou mít tendenci růst a výnosy z akcií budou v jednotlivých zemích a regionech mnohem diferencovanější.

V tomto prostředí považuji za užitečnější uvažovat o různých scénářích: směrech, kterými by se ekonomiky a trhy mohly ubírat. Spolu s kolegy jsme odhadli, jak pravděpodobné podle nás jednotlivé scénáře jsou, což nám umožňuje se připravit s předstihem a v průběhu vývoje si pak všímat signálů, které daný výsledek buď podporují, nebo vyvracejí, a podle toho se přizpůsobit.

V tomto výhledu pro rok 2024 uvádíme čtyři makroekonomické scénáře pro vyspělé trhy, které by podle našeho názoru měli mít investoři na paměti při vývoji v roce 2024. Naši investiční manažeři pak vysvětlují, co by každý z nich znamenal pro jejich třídu aktiv. Níže naleznete ten nepravděpodobnější.

Rok 2024 bude opravdu zajímavý. Po celém světě proběhne výjimečná série voleb, a to na pozadí obnoveného zájmu o fiskální politiku. Snahou politiků je udržet vysoké rozpočtové deficity a různé formy vládních intervencí. Trhy ovšem začnou za tyto výdaje požadovat vyšší cenu. Značnou pozornost budeme také věnovat nákladům kapitálu, a to nejen u firem, ale také u států, přičemž zabývat se budeme nejen tím, co v krátkodobém horizontu způsobí úrokové náklady.

Nejvýznamnější volby budou samozřejmě ve Spojených státech. Ty jsou již dlouho cílem bezpečných investic a místem k uložení výnosů z obchodních přebytků, což pomáhá financovat veřejné i soukromé výdaje. Zdá se, že ve světě přesouvání výroby a klesající čínské poptávky po americkém zboží slábne takzvaná „přehnaná výsada“, spojená s vydáváním světové rezervní měny. Tyto trhliny by se mohly v roce 2024 snadno prohloubit a pro Federální rezervní systém představovat pokušení pozastavit, nebo dokonce zrušit měnová opatření, např. kvantitativní zpřísňování.

Čínský cyklus je v jiné fázi, což má důsledky pro ostatní asijské ekonomiky, které mohou těžit z čínské poptávky. Předkládaný výhled pro rok 2024 představuje možné scénáře vývoje i zde. Podobně jako západní ekonomiky se dále přizpůsobuje konci jedné éry a začátku jiné i Japonsko.

Snad největší posun představuje snaha o vybudování udržitelnějšího světa a úsilí politických činitelů, kteří se snaží přimět společnosti a investory, aby se dále orientovali na přechodovou ekonomiku. Zapojení sítě regulačních orgánů a odvětvových skupin prostřednictvím „celosystémového řízení“ bude důležité nejen v roce 2024, ale i v dalších letech, proto je tomuto tématu věnována pozornost i v předkládaném výhledu.

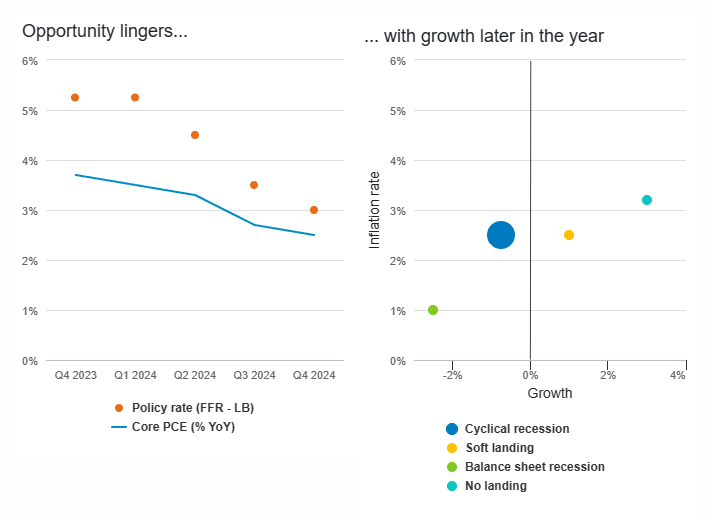
Svět je vždy nejistý. Toto období však patří mezi ty, kdy není přehnané hovořit o „změně režimu“. Investoři budou v roce 2024 muset zůstat pohotoví a být připraveni na zvraty, které vývoj přinese.

**Cyklická recese**

*Podle Fidelity International je 60procentní pravděpodobnost, že tento scénář nastane*

Cyklická recese by znamenala mírný hospodářský pokles, po němž by na konci roku 2024 nebo na začátku roku 2025 následoval návrat k růstu. Inflace by se po určitou dobu držela na zvýšených úrovních, než by se vrátila k původnímu cíli, čemuž by odpovídaly “vyšší úrokové sazby po delší dobu”. Až později by centrální banky přistoupily k jejich snížení. Toto je nyní základní scénář společnosti Fidelity International.

**Graf 1: Cyklická recese: Inflace klesá k cíli – sazby ji po prvních problémech na trhu práce budou následovat**



*Zdroj: Fidelity International, říjen 2023.*

*Shrnutí: V našem základním scénáři by cyklická recese přinesla nižší hospodářský růst, který by mohl dopadnout zejména na společnosti s nižší tržní kapitalizací nebo společnosti nabízející zbytné zboží. Zájem by byl o akcie (mimo nekvalitní nebo menší tituly), zatímco v oblasti fixně úročených instrumentů by se pozornost nadále soustředila na vysoce kvalitní dluhopisy s krátkou dobou splatnosti.*

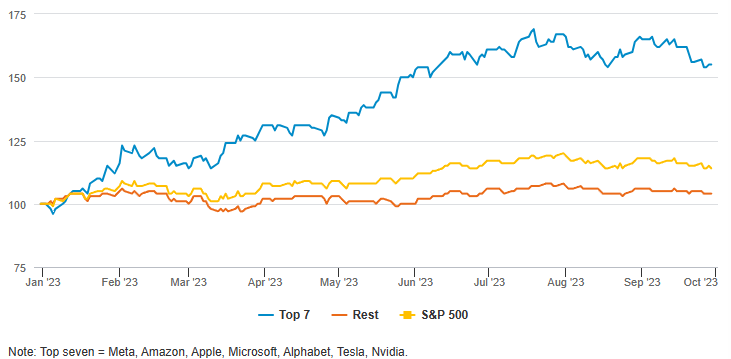
*- Určitá opatrnost panuje ohledně cyklických sektorů a určitých regionů z pohledu geografického.*

*- Kvůli perzistentní inflace preferujeme inflačně vázané dluhopisy, ačkoli z následného poklesu sazeb budou těžit spíše standardní dluhopisy.*

*- Potenciálně zlatý scénář pro investice do nemovitostí*

**Multi-asset**

Cyklická recese představuje mírně rizikový scénář, který by stále nabízel dobré příležitosti pro investory, kteří umějí vybírat mezi sektory a lokalitami. Investoři by se neměli bát držet některé akcie, protože v pozdějším období roku trhy předpokládají hospodářské oživení. Obzvláště pozitivně by měly reagovat americké akcie (vyhnout se však nekvalitním a malým titulům). Atraktivně vypadají zejména akcie se střední kapitalizací a velká část indexu S&P 500, která letos nedosáhla ale výkonnosti akcií skupiny "Magnificent Seven" (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla). Ocenění u amerických, dobře fungujících firem se solidními růstovými vyhlídkami vypadá přiměřeně. Společnosti s nízkou tržní kapitalizací by se na druhé straně mohly dostat do problémů v případě zpomalení nebo recese vzhledem k jejich urgentnější potřebě refinancování dluhu.

**Graf 2: Sedm velkolepých akcií vede výkonnost indexu S&P 500**

*Zdroj: Fidelity International, říjen 2023.*

Odtud naše preference hrát ve scénáři recese na vysoce kvalitní akcie a dluhopisy proti těm nízké kvality. Problém s refinancováním se v našem základním scénáři promítá i do preference dluhopisů investičního stupně a high yield emitentů s vyšším ratingem.

Dále očekáváme, že inflace v cyklické recesi zůstane po určitou dobu vyšší, než klesne zpět k cíli, a proto bychom v tomto scénáři upřednostňovali dluhopisy indexované na inflaci (nabízející "reálné výnosy") před nominálními dluhopisy. Trhy již zaceňují návrat inflace k cíli, ale investoři očekávají, že k tomu budou zapotřebí velmi vysoké reálné výnosy. V tomto scénáři by reálné výnosy klesaly ruku v ruce s návratem k růstu a v souladu s očekáváním centrálních bank.

Na některé rozvíjející se trhy jsme “long” bez ohledu na scénář vzhledem k atraktivnímu ocenění a individuálním ekonomickým cyklům, ale naše preference se lehce mění v závislosti na konkrétním scénáři. V případě recese představují trhy s dobrými defenzivními vlastnostmi Indie a Indonésie, které jsou navíc méně synchronizované s globálním cyklem. Upřednostňujeme také některé dluhopisy rozvíjejících se trhů v místních měnách (s kurzovým zajištěním) z důvodu poklesu globálních úrokových sazeb a absence výraznějších růstových problémů, které by poškozovaly důvěryhodnost nejvýznamnějších emerging markets.

*- Henk-Jan Rikkerink, globální ředitel divize Solutions and Multi-Asset*

**Pevný výnos**

Náš scénář cyklické recese počítá s inflací nad konsensem v první polovině roku 2024. Očekávali bychom, že série proinflačních překvapení přinese další vítr do plachet dluhopisům vázaných na inflaci. Bylo by to podobné jako v letech 2020/2021, kdy inflace zrychlila a inflačně vázané dluhopisy se splatnosti od jednoho do deseti let překonaly výkonnost standardních dluhopisů o přibližně 15 %. Pozitivní inflační překvapení by naznačovala slabší období pro standardní dluhopisy v první polovině roku 2024, a proto bychom v tomto scénáři upřednostnili inflačně vázané dluhopisy se střední dobou splatnosti.

Pokud výnosové křivky všech hlavních měn setrvají v inverzi, doporučili bychom opatrnějším investorům jako slušnou alternativu fondy peněžního trhu, které nabízejí vyšší výnosy než státní dluhopisy, a to téměř bez rizika.

Zde by měly pomoci centrální banky, které zůstávají v nejvyšší pohotovosti před trvalejší inflací. Dobře by mohly fungovat také vysoce kvalitní dluhopisy s krátkou dobou splatnosti (například v britských librách).

Dobrým obdobím pro dluhopisy by měla být druhá část roku 2024, kdy očekáváme rychlejší než očekávané snižování sazeb ze strany amerického Federálního rezervního systému. Pro investory s vyšší tolerancí k riziku se stanou nominální výnosy na cyklických maximech v určitém okamžiku neodolatelné a nabídnou lepší betu, než dluhopisy vázané na inflaci, byť správné načasování tohoto obchodu bude mimořádně obtížné.

*- Steve Ellis, globální investiční ředitel pro fixní výnosy*

**Soukromé úvěry (Private credit)**

V období cyklické recese bychom se zaměřili na další snižování rizika a posun k úvěrování dlužníků s nejsilnějšími rozvahami. Vzhledem k očekávanému obratu ve vývoji úrokových sazeb bychom očekávali určitý support na straně valuace.

Na trhu seniorních zajištěných úvěrů bychom upřednostňovali defenzivní sektory a firmy s obchodními modely s nízkými kapitálovými výdaji a transparentní ziskovou trajektorií. Zaměřili bychom se na společnosti, které mají spíše smluvní tržby, a také na ty, které budou disponovat pravděpodobně stabilnějšími cashflows, jako jsou firmy z oblasti zdravotnictví, technologií a podnikových služeb. Náklady na dluhovou službu by se začaly snižovat ruku v ruce s poklesem úrokových sazeb.

V tomto scénáři doporučujeme nadvážit jak strukturované úvěrové strategie, tak strategie přímého úvěrování, se zvláštním zaměřením na úvěrování defenzivních a B2B sektorů. Cyklická recese vyžaduje konzervativní přístup k výběru úvěrů, abychom se vyhnuli firmám s nadměrným zadlužením, a zaměřili se na společnosti, u nichž můžeme přímo ovlivnit strukturu byznysu.

V nejnižším segmentu trhu je již nyní zaceněno velké riziko poklesu. S příchodem cyklické recese tím pádem může nastat chvíle pro realokaci do zajímavých aktiv s nižším ratingem, která trh přehnaně vyprodal – ideálně jakmile bude oživení nadosah.

*- Michael Curtis, vedoucí oddělení privátních úvěrových strategií*

**Akcie**

Současné konsenzuální ziskové prognózy vypadají pro tento scénář příliš optimisticky, takže bychom očekávali tlak na jejich snížení. Vyplatilo by se hledat levné akcie na trzích, jako je Evropa a Japonsko, kde valuace zdaleka nepočítají s žádnou recesí. Japonsko je nyní vlastníkům akcií obzvláště nakloněno díky řadě reforem corporate governance. Očekávali bychom navíc posílení jenu, pokud by došlo ke snižování úrokových sazeb jinde ve světě.

V případě cyklické recese bychom byli opatrní v případě evropských cyklických společností, např. z odvětví průmyslu, ale očekávali bychom, že najdeme příležitosti mezi finančními podniky, které jsou oceněny atraktivně. V cyklické recesi se obvykle daří také titulům podobným dluhopisům, jako jsou utility, základní spotřební zboží a zdravotnictví.

Velké Británii by se v tomto scénáři nedařilo, protože zhruba pětinu trhu tvoří energetické a těžební společnosti, které by zpomalením hospodářského růstu utrpěly. Upřednostňovali bychom mezinárodní společnosti, zejména vysoce kvalitní, na širší ekonomice nezávislé tituly s pravidelnými tržbami a cenotvornou silou, díky nimž se udrží nad vodou i v horších podmínkách. Tyto podniky lze hledat v několika odvětvích, od spotřebního zboží po počítačový software.

V tomto scénáři by mohl nastat zajímavý vývoj na akciích s malou a střední kapitalizací. Tyto společnosti byly v roce 2023 zasaženy, když se potýkaly s vyššími úrokovými sazbami, a zlevnily tak v poměru k odhadům svých budoucích zisků (i když určitá nervozita ohledně jejich schopnosti tyto odhady naplnit přetrvává). Pokud na začátku roku přijdou další ekonomické problémy, pak by se small-cap akcie mohly dostat pod tlak, ale jakmile se dostaví určitá úleva v podobě poklesu úrokových sazeb, mohou mít menší akcie naopak větší růstový potenciál. Na rozdíl od velkých technologických společností, které v roce 2023 táhly svou výkonností celý trh, nejsou menší společnosti oceněny podle dokonalého scénáře a mohly by tak nabídnout širší bezpečnostní polštář.

*- Ilga Haubelt, vedoucí oddělení akcií pro Evropu; Martin Dropkin, vedoucí oddělení akcií pro Asii a Tichomoří*

**Nemovitosti**

Cyklická recese představuje v mnoha ohledech ideální scénář pro nemovitosti, protože nízká inflace je pro nemovitosti obvykle pozitivní. Navíc pokud pokles cen nemovitostí je již za námi (zejména v Evropě, a zvláště ve Velké Británii) a úrokové sazby taktéž dosáhly svého vrcholu, pak by zde měl být určitý potenciál ke zhodnocení. Na evropských trzích již mezi nabídkou a poptávkou panuje rovnováha, a rok 2024 by se tedy podle tohoto scénáře měl pro nemovitosti ukázat jako silný.

Je důležité si uvědomit, že kromě měnících se makroekonomických podmínek trh s nemovitostmi zápasí rovněž se strukturální změnou a přechází z období udržitelných příjmů do období udržitelného růstu. Dříve se ve světě téměř nulových úrokových sazeb investovalo do nemovitostí především kvůli jejich výnosu (zejména ve srovnání s třídami aktiv, jako jsou dluhopisy). Nyní bychom u nemovitostí čekali návrat k jejich tradiční roli "hybridní" třídy aktiv kombinující udržitelný příjem s kapitálovým růstem podobně jako u akcií.

*-Neil Cable, vedoucí oddělení investic do evropských nemovitostí*

**Pohled na situaci v terénu**

Jak by se podle našich analytiků dařilo jejich sektorům v různých scénářích.

"Realitní investiční trusty se obvykle obchodují jako dluhopisy. Pokud se sazby sníží, měly by se alespoň zvýšit valuace, třebaže fundamenty utrpí tak jako celková ekonomika."

- Analytik realitních akcií, Severní Amerika

"Sektor cyklické spotřeby je sektorem s vyšší betou závislý na úrovni zbytných spotřebitelských výdajů. Tyto společnosti by patřily k těm, které by recese jakéhokoli rozsahu zasáhla výrazněji."

- Dluhopisový analytik pro sektor zbytné spotřeby, Severní Amerika

"Tento scénář by měl vést k růstu cen komodit, což by mělo negativní dopad na společnosti z oblasti základních materiálů."

- Akciový analytik pro materiálový sektor, Indie

**Pro více informací kontaktujte:**

**Eliška Krohová**

**Crest Communications, a.s.**

Ostrovní 126/30

110 00 Praha 1

gsm: + 420 720 406 659

e-mail: [eliska.krohova@crestcom.cz](mailto:eliska.krohova@crestcom.cz)

**Informace pro editory:**

**Fidelity International**byla založena v roce 1969 a poskytuje investiční služby a produkty soukromým a institucionálním investorům. Od ostatních globálních investičních společností se liší zejména formou vlastnictví. Jedná o čistě privátní, soukromou společnost vlastněnou přímo členy zakládající rodiny a managementem firmy. Společnost klade veliký důraz na provádění podrobných analýz, na jejichž základě pak identifikují pro klienty nejvýhodnější investiční příležitosti. Její speciální týmy investičních analytiků a odborníků působí ve všech hlavních finančních centrech světa – v Londýně, Frankfurtu, Paříži, Hongkongu, Tokiu, Singapuru, Soulu, Dillí, Bombaji a v Sydney. V současné době administruje aktiva ve výši 87 mld. USD (assets under administration) a globálně pro klienty investovala 290 mld. USD ve 25 zemích napříč Evropou, Asií, Tichomořím, středním Východem a jižní Amerikou. V České republice Fidelity působí od roku 2012 a mezi její klienty patří celá řada významných institucionálních i privátních klientů, všechny významné banky, pojišťovny, finanční společnosti a nezávislí finanční poradci, kteří koncovým investorům zprostředkovávají investiční fondy této globální investiční společnosti.

**Důležité upozornění**

Toto je propagační materiál. Tento dokument nesmí být bez předchozího souhlasu rozmnožován nebo rozšiřován.

Fidelity International poskytuje informace pouze o svých produktech a neposkytuje investiční poradenství na základě individuálních potřeb, jinak než konkrétně řádně stanovené oprávněnou společností při formální komunikaci s klientem.

Jako Fidelity International je označována skupina společností, které tvoří globální organizaci správy investic poskytující informace o produktech a službách v určených jurisdikcích mimo Severní Ameriku. Toto písemné sdělení není směřováno k osobám se sídlem ve Spojených státech a takové osoby nesmí podle něj jednat. Je určeno pouze osobám bytem v takové v soudní příslušnosti, kde jsou příslušné fondy povoleny k distribuci nebo tam, kde není takové povolení vyžadováno.

Všechny názory představují stanoviska společnosti Fidelity, není-li uvedeno jinak. Fidelity, Fidelity International a logo Fidelity International a symbol měny F jsou všechno ochrannými známkami společnosti FIL Limited.

Tento dokument nepředstavuje distribuci, nabídku nebo výzvu k využití služeb investiční správy společnosti Fidelity, ani nabídku ke koupi, prodeji nebo výzvu k nabídce ke koupi nebo prodeji jakýchkoli cenných papírů v jakékoli jurisdikci nebo zemi, kde taková distribuce nebo nabídka není povolena či by byla v rozporu s místními zákony nebo předpisy.

Odkazy v tomto dokumentu na konkrétní cenné papíry nelze vykládat jako doporučení ke koupi nebo prodeji těchto cenných papírů, ale jsou uvedeny pouze pro ilustraci. Investoři by rovněž měli vzít na vědomí, že vyjádřené názory již nemusí být aktuální a společnost Fidelity již mohla jednat. Průzkumy a analýzy použité v této dokumentaci shromažďuje společnost Fidelity pro své potřeby správce investic a je možné, že podle nich již bylo postupováno pro její vlastní účely. Tento materiál byl vytvořen společností Fidelity International.

Minulá výkonnost není spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků.

Tento dokument může obsahovat materiály třetích stran, které jsou dodávány společnostmi, jež nejsou spojeny s žádným subjektem Fidelity (obsah třetích stran). Společnost Fidelity se nepodílela na přípravě, přijetí ani úpravě takových materiálů třetích stran a výslovně ani implicitně takový obsah neschvaluje ani nepodporovala.

Údaje nejsou auditované. Odborníci provádějící průzkum zahrnují společníky a analytiky. Doporučujeme, abyste si před uskutečněním jakéhokoli investičního rozhodnutí opatřili podrobné informace. Investice by měly být prováděny na základě aktuálního prospektu (v angličtině a češtině) a dokumentu KIID (Klíčové informace pro investory) - dostupný v angličtině a češtině, které jsou dostupné spolu s výročními a pololetními zprávami zdarma na https://www.fidelityinternational.com nebo od našich distributořů a našeho evropského Centra služeb v Lucembursku, sídlící na adrese FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxembourg.

Fidelity Funds "FF" je otevřená investiční společnost (SKIPCP) sídlící v Lucembursku, která disponuje akciemi různých tříd. Společnost FIL Investment Management (Luxembourg) S.A. si vyhrazuje právo ukončit nabízení podfondu a jeho podílových jednotek na trhu v souladu s článkem 93 písm. a) směrnice 2009/65/ES a článkem 32 písm. a) směrnice 2011/61/EU. Toto ukončení bude předem oznámeno v Lucembursku.Obchodní známky třetích stran, autorská práva a další práva duševního vlastnictví zůstávají majetkem jejich konkrétních vlastníků.

Investoři a potenciální investoři mohou získat informace o svých právech ve spojení se stížnostmi a soudními spory na tomto odkazu: https://www.fidelity.cz (v češtině).

MKAT11961