



# Orel a drak

Komplexní povaha  
obchodního sporu mezi USA  
a Čínou



*Investiční strategie skupiny*

**Výhled č. 5/2024**

# Obsah

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	9
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	12
SLOUPKY	15



# Souhrnný přehled



## MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Americká ekonomika ztrácí dech. Zpomaluje ji restriktivní měnová politika Federálního rezervního systému (Fed). Růst HDP byl v prvním čtvrtletí roku revidován směrem dolů, což představuje nejslabší úroveň za poslední dobu. Trh práce však zůstává silný, růst zaměstnanosti překonává očekávání a míra nezaměstnanosti zůstává již několik měsíců stabilně nízká. Předstihové ekonomické ukazatele ukazují smíšený obraz: odvětví zpracovatelského průmyslu nadále klesá, zatímco sektor služeb vykazuje známky oživení, což vyvolává naději, že zpomalení hospodářského růstu bude mírné. Tempo růstu spotřebitelských cen se nadále pohybuje nad 3 %, ale jádrová inflace, která nezahrnuje výkyvy cen energií a potravin, zpomaluje, což naznačuje strukturální zpomalení inflace. Pokud jde o mezinárodní obchod, geopolitické napětí mezi USA a Čínou se tento měsíc opět zvýšilo, když obchodní zmocněnec USA pro obchod předložil oficiální návrh na uvalení cel na řadu čínských dovozů, včetně solárních panelů, elektromobilů a lithiových baterií.



## CENTRÁLNÍ BANKY

Fed v červnu ponechal úrokové sazby beze změny, ale zvýšil své prognózy inflace pro letošní a příští rok. Očekávání ohledně snižování sazeb se přesunula na pozdější období a v letošním roce se očekává pouze jedno snížení sazeb namísto dříve plánovaných tří. Během tiskové konference Powell jako předseda Fedu jasně nenaznačil, kdy k budoucímu snížení sazeb dojde. Evropská centrální banka (ECB) mezitím poprvé po téměř pěti letech snížila úrokové sazby, ale zaujala opatrný přístup a neupřesnila načasování dalšího snižování. Prezidentka ECB Lagardeová zdůraznila větší důvěru ve snižování inflace směrem k 2% cíli ve střednědobém horizontu. Trhy pozorně sledují zasedání ECB naplánovaná na září a prosinec a snaží se zjistit, zda dojde k dalšímu snížení sazeb.



## FINANČNÍ TRHY

Akciové trhy začaly květen pozitivně, ale ke konci měsíce mírně poklesly v důsledku změny očekávaných úrokových sazeb. První polovina června se nesla ve znamení zasedání ECB a Fedu a povzbudivých údajů o inflaci v USA, které byly pro americké trhy novým impulsem. Na druhé straně evropské akcie zaznamenaly pokles v důsledku výsledku voleb do Evropského parlamentu a z toho plynoucí politické nejistoty, zejména ve Francii. Na dluhopisových trzích výrazně poklesly výnosy amerických státních dluhopisů. Německé sazby se vyvíjely podobně, zatímco obavy z politické nestability ve Francii vedly ke zvýšení spreadu u francouzských dluhopisů a dluhopisů dalších zemí s vysokým veřejným dluhem v eurozóně. Mírně vzrostly také spready u podnikových dluhopisů. Na začátku června klesla cena ropy na nejnižší úroveň za poslední měsíce, aby se poté opět mírně zvýšila. Cena zlata se mezitím pohybovala na relativně stabilní úrovni, zatímco kurz eura vůči dolaru v květnu nejprve vzrostl a v první polovině června opět klesl.

# Dopis investičních ředitelů

Reakce kapitálových trhů na volby do Evropského parlamentu a na vyhlášení nových voleb ve Francii opět ukazuje, jak jsou v současné době investoři nervózní z politického vývoje. K již tak působivému volebnímu kalendáři na rok **2024**<sup>1)</sup> (některé volby, jako například v Indii, a volby do Evropského parlamentu, jsou již za námi) nyní přibýly další dva termíny voleb: parlamentní volby ve Francii a ve Spojeném království. Mezitím se v listopadu uskutečnil pro trhy nejdůležitější voleb v USA (o nich jsme informovali v předchozích číslech).

Přestože zájem účastníků trhu o tyto události je pochopitelný, neboť odráží zejména obavy o politickou stabilitu, neměly by být opomíjeny další důležité faktory ovlivňující vývoj na trhu: inflace se nadále normalizuje a Evropská centrální banka (ECB) na začátku června poprvé po dlouhé době snížila úrokové sazby. Ekonomika a zisky podniků se zvyšují a Evropa za sebou pomalu nechává slabé výsledky posledních čtvrtletí.

Podívejme se nejprve blíže na několik klíčových údajů. Od čtvrtého čtvrtletí roku 2022 se hospodářský růst v eurozóně pohybuje kolem nuly. První čtvrtletí letošního roku však nyní vykazuje **za čtvrtletí** růst o **0,3 %**<sup>2)</sup>. Pozitivní dynamiku vykazovalo i Německo, jehož hospodářský výkon od vypuknutí války na Ukrajině v několika čtvrtletích dokonce klesal. Zdá se, že období slabé ekonomiky je u konce. To naznačuje i důležitý **index ifo**<sup>3)</sup>. Složka indexu vyjadřující očekávání, která je důležitá pro kapitálové trhy, v poslední době vzrostla již počtvrté v řadě. Německé podniky jsou tudíž ohledně budoucnosti optimističtější. To nyní platí i pro průmysl a stavebnictví, které byly v posledních čtvrtletích silně zasaženy, ale nyní rovněž vykazují známky zlepšení. Prezident institutu Ifo Clemens Fuest komentoval nejnovější zveřejněné výsledky takto: „Celkově lze říct, že se německá ekonomika postupně dostává z krize. Nedochozí sice k výraznému vzestupu, ale alespoň se věci pomalu ubírají správným směrem.“

Zlepšení nálady na trhu se odráží i v očekávání růstu a výhledu růstu zisků u evropských a amerických akcií. V případě americké ekonomiky **konsenzus**<sup>4)</sup> ekonomů očekává v roce 2024 růst o 2,4 % a následně v letech 2025 až 2026 pak průměrný růst o necelá 2 %. Očekávaný růst eurozóny je v letošním roce výrazně nižší, a to 0,7 %, ale v letech 2025 a 2026 by měl dosáhnout necelých 1,5 %. Navíc očekávání růstu pro rok 2024 prochází v současné době pozitivními revizemi, což znamená, že konsenzuální očekávání se postupně zlepšují. Pro Evropu to znamená, že růst by se měl v nadcházejících letech zrychlit, i když ze znatelně nižší úrovně než například v USA.

Podobná situace je i u očekávaného zisku podniků kótovaných na burze. Očekává se, že po stagnaci zisků v roce 2023 a (pravděpodobně) v roce 2024 se zisky podniků v Evropě v následujících letech budou rychleji zvyšovat. Konsenzuální odhady předpokládají, že v příštích dvou letech vzrostou zisky u indexu MSCI Europe o 8 %. Tempo růstu zisků v USA bude pravděpodobně dokonce dvouciferné. V zajímavé situaci jsou německé podniky, protože zisky německých podniků kótovaných na burze se v roce 2024 pravděpodobně v průměru příliš nezmění. V následujících letech 2025 a 2026 však konsenzuální odhad předpokládá růst odpovídající růstu amerických podniků. Jde o silný signál, který naznačuje, že fáze slabého růstu by mohla být za námi.

V této pozitivní „triádě“, kdy se inflace normalizuje, úrokové sazby (dále) klesají a růst zůstává silný (USA) nebo se zrychluje (eurozóna), jsou však některé detaily, které musejí vzít investoři v úvahu. Na jedné straně je velmi pravděpodobné, že centrální banky budou (dále) snižovat úrokové sazby, ale přinejmenším v eurozóně se zdá, že dopad těchto snížení sazeb na úroveň dlouhodobých výnosů se již do značné míry projevil. U desetiletých německých státních dluhopisů, které jsou obecně považovány za „bezpečný přístav“ v eurozóně, konsenzuální očekávání ukazují pouze

<sup>1)</sup> V únorovém čísle naší publikace jsme informovali o supervolebním roce 2024.

<sup>2)</sup> To odpovídá ročnímu růstu přibližně o 1,2 %.

<sup>3)</sup> Index podnikatelského klimatu ifo je měkký předstihový ukazatel hospodářského vývoje v Německu, který měsíčně sestavuje institut ifo.

<sup>4)</sup> Konsenzuální odhad je medián v rozložení jednotlivých odhadů. Medián je hodnota, která leží přesně uprostřed datové řady uspořádané podle velikosti. Rozděluje datovou řadu tak, že jedna polovina dat leží pod a druhá nad mediánem uspořádané řady.



na mírný pokles výnosů do roku 2025. Investoři by proto v základním scénáři neměli očekávat velký nárůst cen „bezpečných“ aktiv. Dluhopisy s výnosem převyšujícím inflační cíl ECB (2 %) však obecně nabízejí kladný reálný výnos. V případě amerických státních dluhopisů mohou investoři dokonce očekávat cenové zisky v případě, že Federální rezervní systém (Fed) sníží úrokové sazby. Stále však existuje riziko, že by Fed mohl zahájit cyklus uvolňování později a že rozsah snižování úrokových sazeb by mohl být menší, než se očekávalo.

Dalším rizikovým faktorem jsou volby ve Francii. Obavy souvisí s tím, že Národní sdružení, strana Marine Le Penové, v minulosti vzneslo požadavky na snížení daní a další výdaje, které nejsou kompenzovány dalšími příjmy, a proto by prohloubily rozpočtový deficit. Na podzim roku 2022 se tehdejší britská premiérka Liz Trussová pokusila stimulovat britskou ekonomiku rozpočtem s vysokým schodkem. Trhy reagovaly drasticky: britská libra ztratila hodnotu a úrokové sazby výrazně vzrostly, protože investoři v panice prodávali britské státní dluhopisy. Tato epizoda připomínala dluhovou krizi v eurozóně a podařilo se ji zvládnout až díky zásahu britské centrální banky, která k tomu využila program odkupu dluhopisů. V důsledku toho musela Liz Trussová odstoupit a na její místo nastoupil Rishi Sunak. Světové finanční trhy proto budou reflektovat jak výsledek voleb ve Francii, tak odpovídající vládní program nové francouzské vlády. Je třeba poznamenat, že podobné obavy se napříč trhy šířily před poslední změnou vlády v Itálii, ale nenaplnily se. Vláda Georgie Meloniové je v otázkách evropské a hospodářské politiky obecně považována za konstruktivní. Od jejího volebního vítězství na podzim 2022 vzrostl italský akciový trh (měřeno indexem MSCI Italy) o více než 50 % (viz tabulka na straně 19).

Pohled na ekonomické prostředí a konsenzuální odhady ukazuje, že současný základní scénář, který se promítá do cen na trzích, je pro smíšená portfolia (tj. portfolia zahrnující akcie i dluhopisy) téměř tím nejlepším scénářem ze všech. Zdá se tedy, že „teplota kapitálového trhu“ není ani příliš nízká, ani příliš vysoká: pokud by byl růst příliš vysoký (tj. „teplota kapitálového trhu“ příliš vysoká), zvýšila by se i inflace, což by vedlo k růstu úrokových sazeb a dluhopisy by byly pod tlakem. Na druhou stranu, pokud by byl růst příliš nízký (tj. „teplota kapitálového trhu“ příliš nízká), úrokové sazby by klesaly, ale zisky podniků by byly pod tlakem, což by negativně ovlivnilo akcie. Zdá se tedy, že nás na kapitálovém trhu čeká „příjemné počasí“, až na několik „mráček“, tedy určitých rizik, která by mohly přinést volby ve Francii a USA. V současné době je těžké odhadnout, zda nás tyto „mráčky minou“, zda přinesou jen „dešťovou přeháňku“, nebo třeba „pořádnou bouřku“. Navzdory těmto rizikům jsme i nadále přesvědčeni, že nás čeká, a těšíme se na prostředí, které bude na kapitálových trzích připomínat léto.

**MANUELA D'ONOFRIO**, ředitelka oddělení investiční strategie skupiny

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

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, investiční ředitel Itálie, UniCredit SpA

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

# Pohled zblízka

Růst high-tech výrobků z Číny navzdory obchodním překážkám

V poslední době se opět zvýšilo geopolitické napětí mezi USA a Čínou. V polovině května předložil obchodní zmocněnec Spojených států oficiální návrh na uvalení cel na řadu čínských dovozů podle **článku 301 zákona USA o obchodu**<sup>5)</sup>. Návrh navazuje na dřívější nařízení amerického prezidenta Joea Bidena (viz [zde](#)<sup>6)</sup>) a na závěr čtyřletého přezkumu cel uvalených Trumpovou administrativou (příslušná zpráva viz [zde](#)<sup>7)</sup>). Navrhované změny zahrnují dodatečná a nová cla uvalená na 14 odvětví, která se týkají čínského dovozu v hodnotě 18 miliard USD, zatímco stávající cla zůstávají beze změny. Konkrétně se zvýší cla na tzv. „novou trojici“, tedy na dovážené solární panely, elektromobily a lithiové baterie. U solárních panelů se cla zvýší z 25 % na 50 %, u elektromobilů z 25 % na 100 % a u lithiových baterií ze 7,5 % na 25 %. Dodatečné tarify mají vstoupit v platnost během dvou let, v období od srpna 2024 do roku 2026.

## AMERICKÁ CLA NA „NOVOU TROJICI“ BUDOU MÍT PRAVDĚPODOBNĚ JEN OMEZENÝ DOPAD NA ČÍNSKOU EKONOMICKOU AKTIVITU

Do „nové trojice“ patří zejména vývoz, který chce čínská vláda podpořit v rámci své strategie růstu a zaměření na výrobní fáze s vyšší hodnotou. Tato vize dalšího rozvoje průmyslu navazuje na čínský plán „Made in China 2025“, díky němuž se v posledních letech výrazně zvýšil vývoz špičkových technologií z „nové trojice“ (viz graf 1). Domníváme se, že navzdory veškeré rétorice bude dopad těchto nových cel na čínský obchod a růst ekonomiky spíše omezený. Podle našeho názoru jsou cla (zatím) především symbolická, protože objem dotčeného zboží představuje pouze asi 4 % celkového čínského vývozu (na základě měsíčních obchodních údajů, viz graf 1) a na většinu dotčeného zboží již byla cla uvalena.

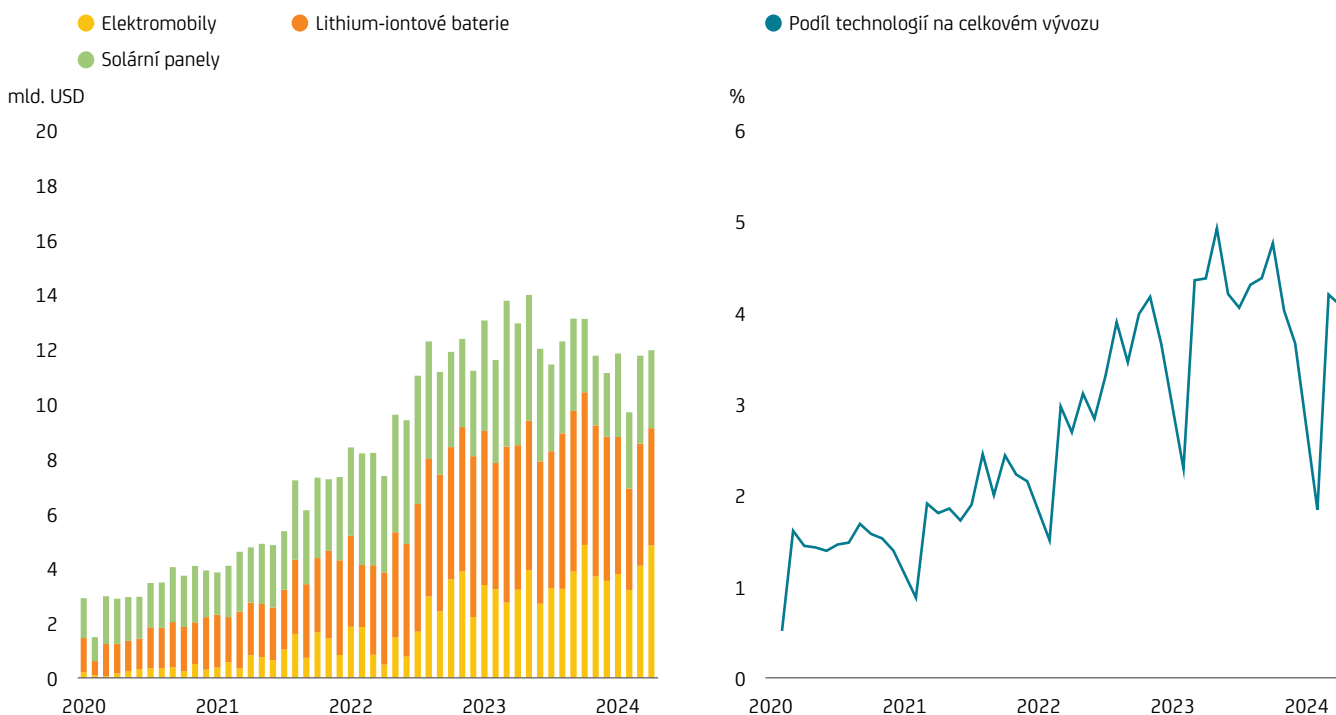
Kromě Spojených států nyní také Evropská unie oznámila, že na dovoz elektromobilů z Číny uvalí vyšší prozatímní cla ve výši necelých 40 %. Například na výrobce BYD a Geely budou uvalena dodatečná cla ve výši přibližně 17 %, respektive 20 %. Tato cla vstoupila v platnost v červnu a budou vybírána vedle stávajících cel. Vzhledem k rostoucímu významu obchodu s elektromobily mezi EU a Čínou lze však toto opatření (ve srovnání s opatřeními vlády USA) označit za spíše mírné. Evropská komise navíc ponechala otevřenou možnost pozastavení cel, pokud se oba obchodní partneři dohodnou na alternativní regulaci předtím, než cla vstoupí v platnost. Zejména němečtí výrobci automobilů jsou ohroženi možnými odvetnými opatřeními čínské vlády, a proto Německo již cla Evropské unie odmítlo. Očekáváme, že Čína bude reagovat spíše přiměřenými než stupňujícími se opatřeními.

<sup>5)</sup> Článek 301 opravňuje prezidenta USA přijmout veškerá vhodná opatření k řešení nekalých opatření, politik nebo praktik zahraniční vlády, které nepřiznivě ovlivňují obchod USA.

<sup>6)</sup> <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2024/may/us-trade-representative-katherine-tai-take-further-action-china-tariffs-after-releasing-statutory>

<sup>7)</sup> [https://ustr.gov/sites/default/files/05.14.2024%20Four%20Year%20Review%20of%20China%20Tech%20Transfer%20Section%20301%20\(Final\).pdf](https://ustr.gov/sites/default/files/05.14.2024%20Four%20Year%20Review%20of%20China%20Tech%20Transfer%20Section%20301%20(Final).pdf)

## 1. VÝVOZ HIGH-TECH VÝROBKŮ („NOVÉ TROJICE“) VÝRAZNĚ VZROSTL, ALE PODÍL NA CELKOVÉM VÝVOZU JE NÍZKÝ



Zdroj: Generální správa cel ČR, Macrobond, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

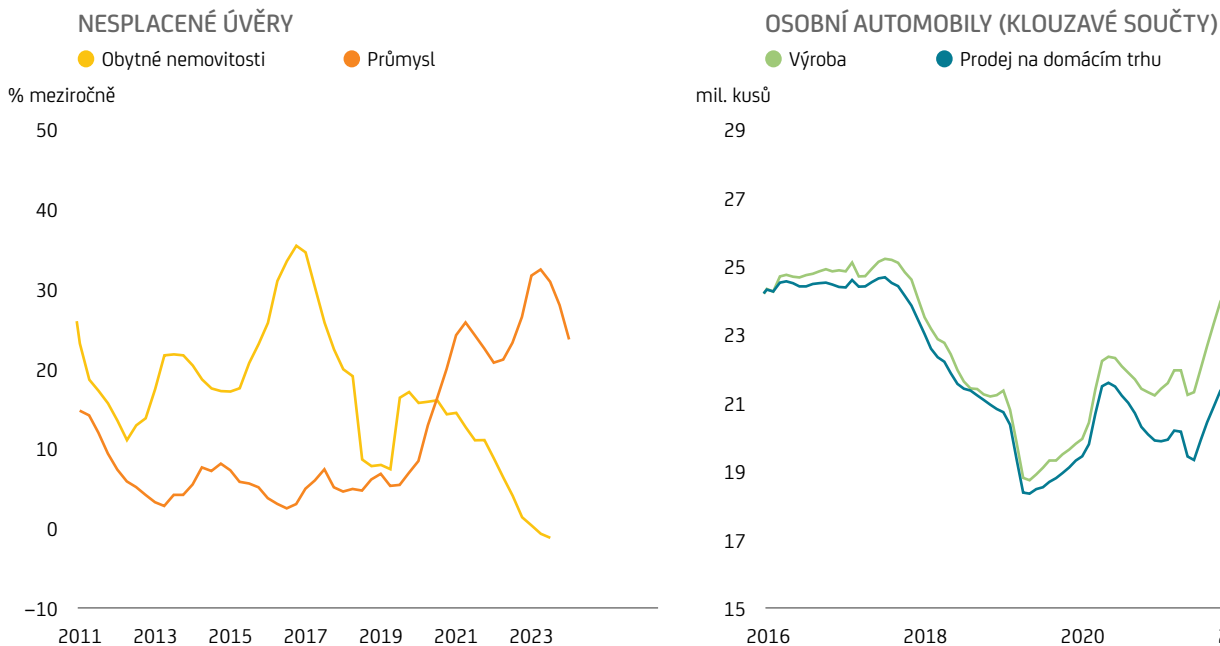
## ROSTOUCÍ OBAVY Z POLITICKÉHO VLIVU NA DŮLEŽITÉ HIGH-TECH VÝROBKY

Zavedení cel na čínský dovoz na obou stranách Atlantiku je reakcí na rostoucí obavy, že Čína záměrně vytváří rostoucí nerovnováhu mezi nabídkou a poptávkou v klíčových průmyslových odvětvích, aby si zajistila konkurenční výhodu na světovém trhu. Jedním z možných vysvětlení v souladu s článkem 301 zákona USA o obchodu je, že velkorysé průmyslové politiky vedly k nadměrným investicím do strategických odvětví (jako je „nová trojice“ high-tech výrobků). Výsledná nadměrná kapacita vedla k problému nadvýroby, což znamená, že v Číně se vyrábí víc, než tamní trh dokáže absorbovat. To s sebou nese riziko, že zahraniční podniky, které podobnou státní podporu nedostanou, budou vytlačeny z trhu a budou muset překonat značný rozdíl v konkurenceschopnosti oproti čínským konkurentům.

Peking doposud podporoval ekonomiku prostřednictvím daňových úlev, výrobních subvencí a ad hoc úvěrů, přičemž řada politik byla přímo zaměřena na technicky vyspělý výrobní sektor. Podle některých odhadů víc než 99% čínských podniků kótovaných na burze obdrželo v roce 2022 nějakou formu přímé státní dotace. Ve snaze snížit závislost čínské ekonomiky na sektoru nemovitostí byly úvěry přesměrovány ze sektoru nemovitostí do výrobního sektoru (viz graf 2). Toto přesměrování úvěrů, které lze přičíst i splasknutí realitní bubliny jako takovému, je proto rovněž v souladu se záměrem Pekingu posílit ekonomickou transformaci čínského průmyslu zaměřením se na výrobní fáze s vyšší hodnotou. Na zasedání Ústřední komise pro hospodářské a finanční záležitosti v květnu 2023 čínský prezident Si Ťin-pching prohlásil, že průmyslový systém by měl být „komplexní, pokročilý a bezpečný“.

Pohled na automobilový průmysl, který v posledních letech těžil ze štědré vládní podpory, může objasnit, jak se nerovnováha v jednotlivých zemích šíří po celém světě. Již v roce 2001 bylo zaměření na elektromobily zařazeno do čínského pětiletého plánu jako prioritní vědecko-výzkumný projekt. Od roku 2009 do roku 2022 měla čínská vláda poskytovat odpovídající dotace a daňové úlevy. Obrázek 2 v grafu 2 ukazuje rozdíl, který vznikl mezi výrobou a prodejem automobilů na domácím trhu po pandemii. Důvodem je jak nárůst nabídky nad úroveň před pandemií, tak slabá poptávka ve srovnání s obdobím 2016–2017.

## 2. ČÍNSKÁ VLÁDNÍ PODPORA PRŮMYSLU A SLABÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA VEDOU K NADMĚRNÉ KAPACITĚ



Zdroj: Čínská lidová banka, Čínská asociace výrobců automobilů, Macrobond, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

### ZÁVĚR

Zatímco geopolitické a geoeconomické důvody pro budování domácích kapacit v určitých odvětvích jsou jasné, makroekonomické záměry jsou méně zřejmé. Výše zmíněná zpráva o Číně podle článku 301 amerického zákona o obchodu poukazuje na to, že vedoucí postavení čínského zpracovatelského průmyslu je způsobeno nuceným transferem technologií od zahraničních podniků. Zdá se být vhodné, aby za účelem vyřešení tohoto problému byla přijata vhodná protipatření v rámci systému světového obchodu založeného na pravidlech, který ztělesňuje Světová obchodní organizace (WTO), a nikoli jednostranná protekcionistická opatření, která by mohla vyvolat globální spirálu protekcionismu. Soustředění se na nucený transfer duševního vlastnictví v Číně rovněž opomíjí domácí technologické pokroky posledních let, které dokládá pokrok Číny ve vývoji vyspělých mikročipů navzdory zákazu vývozu zavedeného Bidenovou administrativou.

Tvrzení, že průmyslová politika Pekingů narušuje mezinárodní hospodářskou soutěž, rovněž ignoruje skutečnost, že mezi ekonomickými odborníky panuje stále větší shoda na tom, že nově vznikající zelený a digitální průmysl potřebuje vládní podporu, což dokládá americký **zákon o podpoře polovodičů (CHIPS)**<sup>8)</sup> nebo **zákon o snížení inflace (IRA)**<sup>9)</sup>, které schválila sama Bidenova administrativa. Z tohoto pohledu lze čínskou obchodní konkurenceschopnost, i když jí bylo částečně dosaženo prostřednictvím vládních zásahů, považovat za výsledek komparativních výhod, kterých Čína dokázala využít. Pokud by Peking zaměřil své politické úsilí víc na stimulaci poptávky, a ne pouze na rozšiřování nabídky, byl by jeho model růstu z dlouhodobého hlediska jistě vyváženější.

<sup>8)</sup> Zákon o podpoře polovodičů (CHIPS and Science Act) je americký zákon, který platí od srpna 2022 a zaměřuje se na rozvoj nových zdrojů na podporu národního výzkumu a výroby polovodičů v USA.

<sup>9)</sup> Dalším americkým zákonem, který platí od srpna 2022, je zákon o snížení inflace (Inflation Reduction Act), jehož cílem je omezit inflaci potenciálním snížením rozpočtového deficitu federální vlády, snížením cen léků na předpis, investicemi do domácí výroby energie a souběžnou podporou čisté energie.



# Makroekonomická situace a trhy

ECB ohlašuje obrat ve vývoji úrokových sazeb, Fed je zatím udržuje na vysoké úrovni

## USA: EKONOMIKA ZTRÁCÍ DYNAMIKU, TRH PRÁCE ZŮSTÁVÁ SILNÝ, PRVNÍ SNÍŽENÍ ÚROKOVÝCH SAZEB TEPRVE PŘIJDE

Americká ekonomika, zpomalená restriktivní měnovou politikou amerického Federálního rezervního systému (Fed), nadále ztrácí dynamiku. Druhý odhad růstu HDP Spojených států v prvním čtvrtletí byl revidován směrem dolů z 1,6 % na 1,3 % (v přepočtu na roční bázi), což je nejslabší růst HDP od druhého čtvrtletí roku 2022, kdy se růst americké ekonomiky ve skutečnosti propadl do záporných čísel. Revizi odhadu lze do značné míry vysvětlit korekcí soukromé spotřeby (z 2,5 % na 2,0 %). V posledním čtvrtletí roku 2023 byl růst HDP (v přepočtu na roční bázi) stále na úrovni 3,4%. Mezitím poslední zpráva o trhu práce v USA (za květen) jasně překonala konsenzuální očekávání 180 000 nově vytvořených pracovních míst (v nezemědělských sektorech), neboť bylo dosaženo 272 000 nově vytvořených pracovních míst, zatímco v dubnu to podle revidovaných údajů bylo 165 000 a v březnu 315 000. Míra nezaměstnanosti v USA nepřekročila 4 % již po třicet týdnů, což je nejdelší období od 60. let 20. století.

Pohled na předstihové ukazatele naznačuje spíše smíšený obrázek. Index nákupních manažerů pro výrobní sektor vypočítávaný institutem ISM (Institute for Supply Management) v květnu dále klesl ze 49,2 na 48,7 bodu, což bylo rovněž pod konsenzuálním odhadem, který činil 49,5 bodu. Po dlouhém období slabosti, kdy se barometr nálady v 18 z posledních 19 měsíců nacházel pod hranicí 50 bodů, která signalizuje pokles, stále nic nenasvědčuje obratu ve výrobním sektoru. Příchozí objednávky nového zboží se snížily o 3,7 bodu na 45,4 bodu, což je nejvýraznější pokles za téměř dva roky. Naproti tomu index ISM pro sektor služeb se po krátkém poklesu v dubnu (49,4 bodu) v květnu vrátil jednoznačně do pásma růstu a dosáhl hodnoty 53,8 bodu. Sektor služeb tak nadále podporuje naděje na jen mírné zpomalení americké ekonomiky.

Spotřebitelské ceny v USA vzrostly v květnu ve srovnání se stejným měsícem loňského roku o 3,3 %. Jádrová inflace, která nezahrnuje silně kolísající ceny energií a potravin, dosáhla v květnu 3,4 % (v dubnu činila 3,6 %), zatímco konsenzus očekával 3,5 %. Tempo inflace v USA tedy zpomalilo. Preferovaný cenový ukazatel Fedu, tzv. **deflátor PCE**<sup>10)</sup>, zůstal v dubnu podle březnového očekávání a konsenzu nezměněn na meziroční úrovni 2,7 % a jádrová míra PCE zůstala rovněž nezměněna na úrovni 2,8 %. Vzhledem k revizím údajů o HDP za první čtvrtletí směrem dolů a nedávným slabým maloobchodním tržbám zůstává díky těmto údajům otevřen prostor pro to, aby Rada pro měnovou politiku Fedu v letošním roce snížila úrokové sazby, přičemž zpomalení růstu v USA by mělo přispět k dalšímu pokroku ve vývoji inflace.

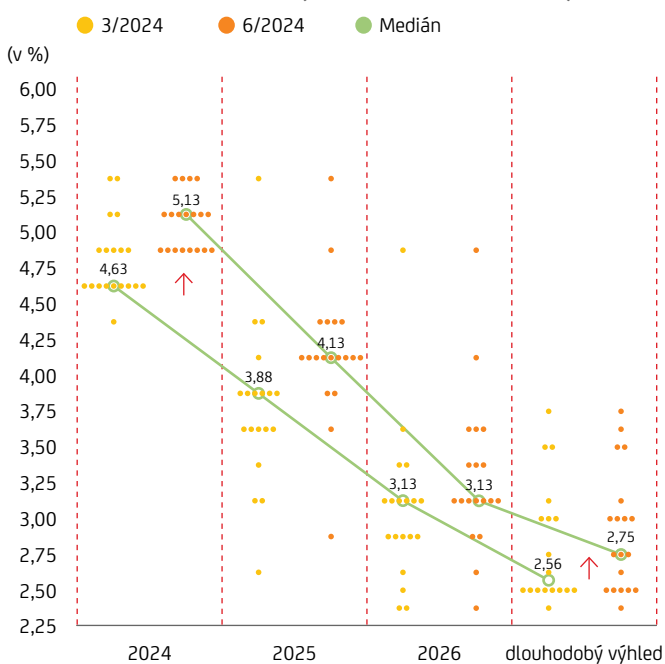
V červnu však Fed v souladu s očekáváním prozatím ponechal cílové rozpětí hlavní úrokové sazby na 5,25 až 5,50 %. Vzhledem k vyšším prognózám inflace pro letošní a příští rok nyní medián „**bodového grafu**“<sup>11)</sup> ukazuje pouze jedno snížení sazeb v roce 2024 namísto dříve předpokládaných tří (viz graf 3). Hodnota pro rok 2025 se posunula směrem nahoru o 25 bazických bodů, zatímco pro rok 2026 zůstala nezměněna. Jinými slovy, snížení sazeb bylo odloženo, ale jejich celkový počet zůstal nezměněn. Předseda Fedu Jerome Powell během tiskové konference nenaznačil, kdy Fed zahájí cyklus snižování sazeb. Trhy v současnosti počítají se dvěma sníženími sazeb v tomto roce (viz graf 3). Nadále očekáváme první snížení sazeb v září a celkem tři snížení sazeb v tomto roce, protože předpokládáme, že ekonomická aktivita a inflace by mohly být slabší, než Fed očekává. Riziko, že rozsah snižování úrokových sazeb by mohl být v roce 2024 celkově menší, se však jednoznačně zvýšilo.

<sup>10)</sup> Deflátor PCE je alternativní ukazatel pro měření inflace v USA, který vychází z údajů o výdajích na osobní spotřebu, a zahrnuje tedy větší vzorek než koš zboží, na němž je založena inflace spotřebitelských cen.

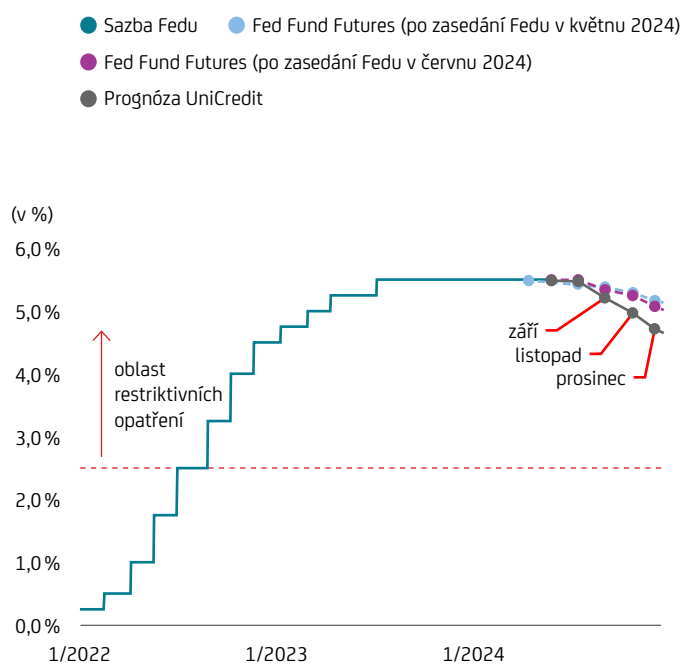
<sup>11)</sup> Bodový graf ukazuje, kde se podle očekávání jednotlivých členů Federálního výboru pro volný trh (FOMC) budou nacházet úrokové sazby na konci letošního roku, ve dvou nebo třech (v závislosti na ročním období) po sobě jdoucích letech a v „dlouhodobějším horizontu“. Každý „bod“ představuje názor jednotlivých členů.

### 3. FED ZŮSTÁVÁ OPATRNÝ, AKTUALIZOVANÝ BODOVÝ GRAF SIGNALIZUJE STÁLE RESTRIKTIVNÍ POSTOJ

BODOVÝ GRAF FEDU (BŘEZEN A ČERVEN 2024)



VÝVOJ HLAVNÍ ÚROKOVÉ SAZBY V USA



Zdroj: Fed, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

### EUROZÓNA: RŮST SE ROZJÍŽDÍ, ECB POPRVÉ PO TĚMĚŘ PĚTI LETECH SNIŽUJE SAZBY, VÝHLED ZŮSTÁVÁ NEJASNÝ

Poté, co ekonomika eurozóny v loňském roce stagnovala, byl na začátku letošního roku růst silnější, než se očekávalo. Míra nezaměstnanosti klesla v dubnu na 6,4%. Trhy práce v členských státech nadále vykazují rekordní zaměstnanost a jsou stabilní, zatímco kupní síla spotřebitelů opět roste. Postupné oživování hospodářské aktivity bude pravděpodobně pokračovat i ve zbytku roku. Rozdíl v růstu mezi USA a Evropou je sice stále značný, ale snižuje se. Olympijské hry v Paříži by mohly mít ve třetím čtvrtletí zvláštní pozitivní vliv na růst ve Francii a mistrovství Evropy ve fotbale by v nejlepším případě mohlo působit jako katalyzátor růstu německého HDP.

Předstihové ukazatele rovněž naznačují, že oživení růstu HDP by mělo pokračovat i ve druhém čtvrtletí. Složený index nákupních manažerů (PMI) vzrostl v květnu z dubnových 51,7 na 52,2 bodu. To bylo mírně nad konsenzuální úroveň, přičemž hlavním tahounem zůstal i přes stagnaci sektor služeb (53,2 bodu, oproti 53,3 bodu v dubnu). Zároveň se zdá, že útlum ve zpracovatelském průmyslu se blíží ke konci, což znamená, že by toto odvětví mohlo brzy opět přispět k růstu. Zejména index PMI pro výrobní sektor v květnu po dubnových 45,7 bodu mírně vzrostl na 47,3 bodu.

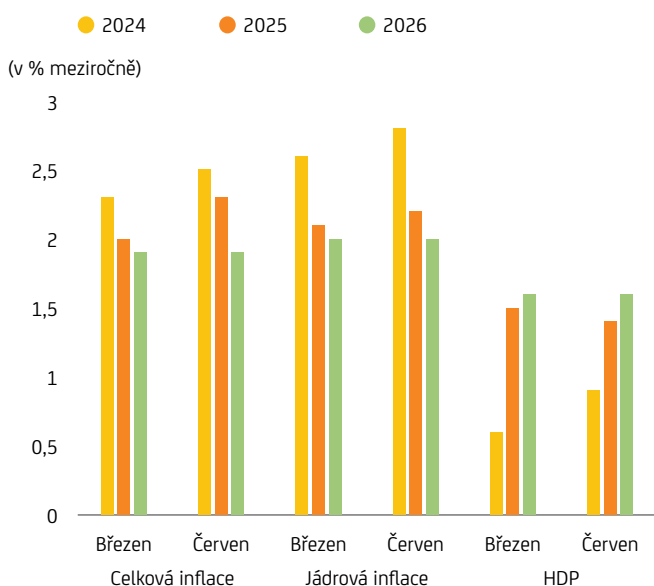
Cesta ke snížení inflace mezitím zůstává hrbolatá. Spotřebitelské ceny v eurozóně v květnu opět vzrostly (poprvé v tomto roce) na 2,6% meziročně poté, co v dubnu zůstaly na 2,4%. Konsenzus očekával mírné zvýšení (na 2,5%). Kromě celkové inflace se v květnu zvýšila také jádrová inflace, a to o 0,2 procentního bodu na 2,9%. Hnacím motorem cen zůstává nadprůměrný růst mezd v sektoru služeb. V Německu, kde se harmonizovaná roční míra inflace výrazně zvýšila z 2,4% na 2,8%, se projeví účinky **srovnávací základny**<sup>12)</sup>. Celkově bude pravděpodobně ještě nějakou dobu trvat, než inflace v eurozóně klesne pod 2% cíl Evropské centrální banky (ECB), ale základní obraz se nemění. Rizikovým faktorem zůstává geopolitický vývoj.

Na svém zasedání na začátku června dokončila ECB očekávaný obrat a poprvé po téměř pěti letech snížila úrokové sazby, ale záměrně nechala otevřené, kdy by mohlo dojít k jejich dalšímu snížení. Došlo ke snížení depozitní sazby z 4,00% na 3,75%. Pokud jde o hospodářský růst, byla ECB v krátkodobém horizontu o něco optimističtější než v březnu (viz graf 4). Skutečnost, že zvýšila své prognózy inflace pro letošní rok (viz graf 4), mohou někteří účastníci trhu interpretovat tak, že úrokové sazby zůstanou v nadcházejících měsících stabilní. Prezidentka ECB Christine Lagardeová však zdůraznila, že se zvýšila důvěra v to, že růst mezd zpomalí a inflace ve střednědobém horizontu klesne ke 2%. Mantrou zůstává přístup závislý na datech. Trhy se v poslední době soustředily na zářijové a prosincové zasedání a související možné (další) snížení úrokových sazeb, kdy bude mít Rada guvernérů ECB k dispozici nové ekonomické a inflační prognózy. Nyní počítají s jedním až dvěma dalšími sníženími úrokových sazeb v tomto roce (viz graf 4). Podobně jako konsenzus očekáváme další dvě snížení sazeb o 25 bazických bodů ve druhé polovině roku, v září a prosinci.

<sup>12)</sup> Zavedení jízdenky za 49 eur v květnu loňského roku utlumilo inflaci v uplynulých dvanácti měsících, ale tento efekt nyní pominul.

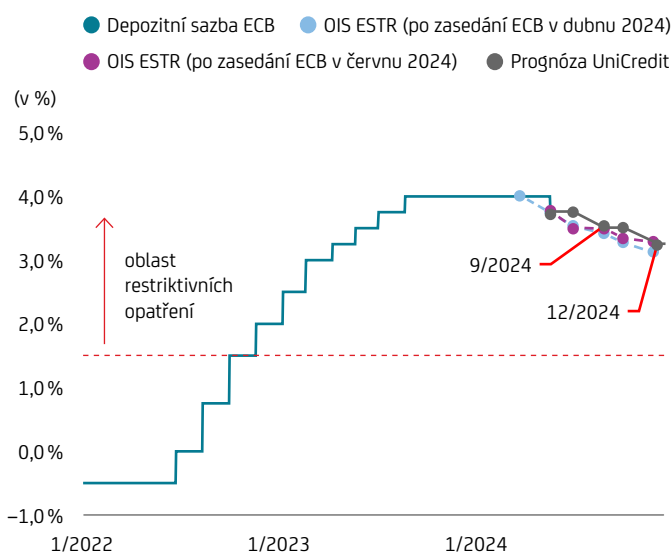
#### 4. ECB MÍRNĚ ZVÝŠILA PROGNÓZU INFLACE NA ROKY 2024 A 2025, ALE POPRVÉ OD ROKU 2019 SNÍŽILA ZÁKLADNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

##### PROJEKCE ECB TÝKAJÍCÍ SE INFLACE A RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ



Zdroj: ECB, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

##### VÝVOJ ZÁKLADNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB V EUROZÓNĚ



#### FINANČNÍ TRHY: LETOS ŽÁDNÉ „SELL IN MAY AND GO AWAY“, (GEO)POLITICKÉ FAKTORY MAJÍ NA EVROPSKÉ TRHY NEGATIVNÍ DOPAD

Květen byl pro akciové trhy zpočátku pozitivním měsícem, i když na jeho konci citlivě reagovaly na signály měnové politiky a s nimi spojená očekávání ohledně pohybu úrokových sazeb a mírně klesly. První polovina června se nesla ve znamení zasedání ECB a Fedu, která proběhla podle očekávání, a ve znamení povzbudivých údajů o inflaci z USA, které byly pro americké trhy výrazným impulsem. Evropské akcie se však po volbách do Evropského parlamentu propadly, protože francouzský prezident Emmanuel Macron v reakci na jasnou porážku své strany rozpustil francouzské Národní shromáždění a vyhlásil předčasné volby (viz také kapitola „Sloupky“). Kromě toho na exportně orientované evropské akcie mělo dopad rozhodnutí Komise EU dále zvýšit některá cla na dovoz z Číny a obavy z dalších odvetných opatření ze strany Číny (viz také kapitola „Pohled zblízka“). Výsledkem ve sledovaném období (od 1. května do 14. června) pak bylo výrazné posílení širokých akciových trhů v USA, zatímco evropské trhy se v důsledku vývoje ve Francii naopak musely vzdát většiny svých předchozích přírůstků (viz tabulka na straně 19).

Klíčovými faktory pro trhy s dluhopisy zůstávají také vývoj inflace a očekávání trhu ohledně měnověpolitických rozhodnutí hlavních západních centrálních bank. Zejména nižší, než očekávané údaje o inflaci v USA způsobily, že výnosy amerických státních dluhopisů v červnu prudce poklesly, a nový „jestřábí“<sup>13)</sup> bodový graf členů FOMC nedokázal tento vývoj příliš zpomalit. Ve srovnání se začátkem května výnos desetiletých amerických státních dluhopisů výrazně poklesl a na konci sledovaného období (tj. k 14. červnu, viz tabulka na straně 19) činil přibližně 4,2%. Desetileté německé státní dluhopisy tento pozitivní trend v podstatě následovaly; jejich výnos se naposledy pohyboval kolem 2,4% (viz tabulka na straně 19). Obavy z politické nestability ve Francii mezitím způsobily, že výnosová prémie u desetiletých francouzských dluhopisů oproti německým vzrostla na nejvyšší úroveň od roku 2017.

Cena ropy se na začátku června propadla na nejnižší úroveň za téměř čtyři měsíce. Růst poptávky, který byl z velké části zodpovědný za letošní růst cen, zpomaluje a riziková prémie související s konfliktem na Blízkém východě se do značné míry vytratila. Kromě toho OPEC+ (země Organizace zemí vyvážejících ropu a Rusko) potvrdil, že **produkce**<sup>14)</sup> zůstane až do konce roku 2025 omezena na 39 mil. barelů denně. Po zveřejnění důležitých údajů o ekonomice Spojených států a po oznámení OPEC, že v zásadě trvá na svém pozitivním výhledu globální poptávky po ropě, však cena ropy po předchozím poklesu opět o něco vzrostla. Barel ropy Brent se v současné době obchoduje mírně pod úroveň ze začátku května kolem 83 USD (ke dni 14. června, viz tabulka na straně 19). Ve sledovaném období (od 1. května do 14. června) se cena trojské unce zlata pohybovala mezi 2300 a 2400 USD; pouze v polovině května byla cena zlata krátce vyšší. Trojská unce se v současné době obchoduje za 2333 USD (k 14. červnu, viz tabulka na straně 19). V tomto prostředí kurz eura vůči americkému dolaru v květnu nejprve vzrostl a v první polovině června opět klesl. V současné době se obchoduje na úrovni přibližně 1,07 (ke dni 14. června, viz tabulka na straně 19).

<sup>13)</sup> Pokud Fed zaujme jestřábí postoj, znamená to, že upřednostňuje boj proti inflaci před podporou hospodářského růstu.

<sup>14)</sup> Další dobrovolná omezení v rozsahu přibližně 2 mil. barelů za den zůstanou v platnosti do třetího čtvrtletí tohoto roku a od října budou u osmi zemí postupně ukončena, zatímco dobrovolná omezení Saúdské Arábie a Ruska zůstanou v platnosti i po říjnu.

# Alokace aktiv – správa našeho portfolia

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

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

Očekává se, že celkový růst světového HDP dosáhne v roce 2024 přibližně 3%. Přestože se americká ekonomika ochlazuje, riziko tvrdého přistání se zdá být stále nízké. Vyhledky růstu v eurozóně se mezitím zlepšují. Oživení v Číně, kde je spotřeba stále negativně ovlivňována realitní krizí, se zdá být v plném proudu, ale zůstává méně dynamické, než se doufalo. Kromě toho hlavní západní centrální banky buď již nastoupily opatrnou a pragmatickou cestu uvolňování měnové politiky (ECB), nebo se očekává, že tak učiní ještě letos (Fed). Avšak vzhledem k tomu, že na obou stranách Atlantiku přetrvává inflace v sektoru služeb, cyklus uvolňování měnové politiky by mohl být nestabilní.

V tomto prostředí investiční výbor skupiny UniCredit potvrdil současnou globální alokaci aktiv portfolia a znovu zdůraznil naše strategické zaměření na „kvalitní dluhopisy“, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně v eurech a státní dluhopisy v eurech. Naš neutrální postoj k akciím se rovněž nemění, přičemž preferujeme podniky s velkým vlivem na tvorbu cen a vynikající tvorbou peněžních toků.



## Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

### AKCIE

#### GLOBALNÍ AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Prostředí je od začátku roku pro globální akciové trhy příznivé a poslední ekonomické údaje i čtvrtletní zprávy za první čtvrtletí roku 2024 v poslední době přinesly převážně pozitivní překvapení. Americká ekonomika zůstává navzdory známým zpomalení silná a je stále jasnější, že i evropská ekonomika se již odlepila od svého dna. Očekávání výnosů jsou tudíž odpovídajícím způsobem konstruktivní. Kromě toho jsou nadále podporována vyhlídkou na méně restriktivní měnovou politiku. Zároveň existují významná rizika – od vysokého ocenění v některých oblastech přes geopolitická rizika až po nejistotu ohledně začátku (v USA) nebo rozsahu očekávaného cyklu snižování úrokových sazeb ze strany hlavních západních centrálních bank. Zachováváme neutrální postoj k zastoupení globálních akcií v portfoliu.

#### EVROPSKÉ AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Nedávné příznivější makroekonomické údaje, které často předčily očekávání, naznačují, že evropská ekonomika se dává do pohybu. Trh práce v eurozóně zůstává stabilní a ochlazující se inflace podporuje reálné příjmy. Silné výsledky pravicových stran ve volbách v Evropské unii by však mohly zpomalit integraci EU a mít na evropské trhy negativní dopad. Stále relativně příznivé ocenění evropských akcií podporuje tuto třídu aktiv, která nabízí odpovídající dobré příležitosti pro investory orientované na hodnotu a kvalitu. Nadále upřednostňujeme neutrální postoj k zastoupení těchto akcií v portfoliu.

#### AKCIE USA: NEUTRÁLNÍ

Silné makroekonomické prostředí v USA je pro americké akcie příznivé, i když nedávné makroekonomické údaje naznačují, že růst zpomaluje. Vzhledem k tomu, že inflace zůstává stále vysoká, panuje i nadále nejistota ohledně načasování a rozsahu očekávaného cyklu snižování sazeb ze strany Fedu. Ocenění amerických akcií zůstává vysoké a index S&P 500 vykazuje extrémní koncentraci trhu (jen společnost Nvidia se v prvních měsících roku 2024 podílela 34,5 % na výnosech v rámci indexu S&P 500). Celkově zachováváme neutrální postoj k zastoupení těchto akcií v portfoliu.

#### AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ: NEUTRÁLNÍ

V Asii zůstáváme strategicky opatrní, pokud jde o čínské akcie. Oživení (byť poněkud pomalé) v této zemi je taženo vývozem. Poměrně příznivé ocenění by však mohlo svědčit pro omezené taktické plnění (catch-up) s ohledem na fiskální a měnová stimulační opatření. Tchajwanské akcie jsou naopak podporovány konjunkturou v sektoru polovodičů. V Latinské Americe by opatrný postoj Fedu mohl omezit rozsah očekávaného snížení sazeb v Brazílii. Celkově se však ocenění akcií rozvíjejících se trhů jeví jako poměrně příznivé. I nadále upřednostňujeme neutrální postoj k zastoupení těchto akcií v portfoliu, ačkoli selektivní přístup k rozvíjejícím se trhům podle zemí a sektorů zůstává zásadní.

#### ASIJSKO-PACIFICKÉ AKCIE (ROZVINUTÉ TRHY): ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Solidní růst mezd zůstává pro japonské akcie podpůrným faktorem. Trhy rovněž vesměs uvítaly skutečnost, že japonská centrální banka ukončila éru záporných úrokových sazeb a upustila od politiky regulace výnosové křivky. Růst zisků podniků a reforma tokijské burzy podporují rozsáhlý zpětný odkup akcií. Množství i objem zpětných odkupů akcií oznámených ve výroční zprávě je nejvyšší od roku 2009. Navzdory nedávné výkonnosti se ocenění nezdá být drahé. Jelikož je však Japonsko významným dovozcem potravin a energií, mohlo by mít trvalé oslabení japonského jenu dopad na inflaci a tím i na měnovou politiku japonské centrální banky. Celkově u asijsko-pacifických akcií nadále volíme zvyšování váhy v portfoliu.

### DLUHOPISY

#### GLOBALNÍ DLUHOPISY: ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Vzhledem k současným výnosům a (očekávané) změně měnové politiky hlavních západních centrálních bank nabízejí globální dluhopisy i nadále konkurenceschopný a atraktivní profil rizika a výnosu. S přihlédnutím k pokračujícímu ochlazování inflace (avšak s určitou nejistotou ohledně toho, zda se inflace přiblíží k 2% cíli stanovenému centrálními bankami, zejména v důsledku pomalého poklesu přetrvávající inflace v sektoru služeb), opakujeme naši strategickou preferenci „kvalitních dluhopisů“, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně v eurech a státní dluhopisy v eurech. Dlouhodobě státní dluhopisy mohou hrát cennou roli v podobě „makrozajištění“ v případě výrazného zpomalení ekonomiky (i když to není náš základní scénář). U globálních dluhopisů nadále volíme zvyšování váhy v portfoliu.

#### STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU: NEUTRÁLNÍ

Poté, co ECB oznámila změnu úrokových sazeb, vidíme tuto třídu aktiv nadále konstruktivně vzhledem k ochlazující se inflaci a v očekávání dalšího snížení úrokových sazeb ve druhé polovině roku. Navzdory nedávným povzbudivým údajům však nelze zcela vyloučit, že se inflace nebude snižovat a že úrokové sazby proto zůstanou na vyšší úrovni déle, než se obecně očekává (rizikový scénář). Náš neutrální postoj k zastoupení této třídy aktiv se tudíž nemění.

#### STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU: NEUTRÁLNÍ

Známky zpomalení americké ekonomiky jsou v poslední době stále patrnější. Riziko, že by Fed mohl zahájit cyklus uvolňování později a rozsah snižování úrokových sazeb by mohl být menší, než se očekávalo, přetrvává i přes nedávné pozitivní překvapení, které přinesly údaje o inflaci. V této třídě aktiv zachováváme neutrální postoj k zastoupení v portfoliu.

## **PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ V EURECH: ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU**

Úvěrové rozpětí podnikových dluhopisů denominovaných v eurech, které je i nadále podporováno odolností hospodářského cyklu a tím, že investoři pokračují v hledání výnosů, se i přes nedávný vývoj ve Francii pohybuje na historicky nízkých úrovních. Celkově se očekává, že základní ukazatele podniků s dluhopisy investičního stupně zůstanou solidní díky zdravým rozvahám, vyšším než očekávaným ziskům, značným peněžním zůstatkům a nízké úrovni zadlužení ve srovnání s dlouhodobými průměry. Míra selhání by se mohla zvýšit, ale to není důvod k obavám. U této třídy aktiv nadále volíme zvyšování váhy v portfoliu.

## **PODNIKOVÉ DLUHOPISY – HIGH YIELD: SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU**

Zdá se, že úvěrové rozpětí podnikových dluhopisů s vysokým výnosem, zejména dluhopisů podniků s nízkým úvěrovým ratingem, stále plně neodráží možné znatelné zpomalení ekonomiky. Dluhopisy s vysokým výnosem navíc nejsou dostatečně likvidní, a proto se v současné fázi hospodářského cyklu stále jeví jako méně zajímavé. U dluhopisů s vysokým výnosem tudíž nadále volíme snižování váhy v portfoliu.

## **DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (STABILNÍ MĚNA): NEUTRÁLNÍ**

Dluhopisy rozvíjejících se zemí v tvrdých měnách obecně nabízejí zajímavý carry (výhodu výnosu oproti státním dluhopisům v eurech), ale nadále se zaměřujeme na dluhopisy vysoké kvality. Při investování do dluhopisů rozvíjejících se trhů je vždy třeba zvážit úvěrové a měnové riziko. Nadále volíme defenzivní a selektivní strategii a stále se vyhýbáme zemím s vysokým zahraničním dluhem a schodkem běžného účtu. Proto nadále upřednostňujeme neutrální postoj k jejich zastoupení v portfoliu.

## **DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (MÍSTNÍ MĚNA): ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU**

Dluhopisy rozvíjejících se trhů v místní měně také nabízejí zajímavý carry. Existuje prostor pro snížení úrokových sazeb, což by mohlo této třídě aktiv prospět. Kromě toho se měny rozvíjejících se trhů zdají být podhodnocené a je pravděpodobné, že až Fed začne snižovat úrokové sazby, tak tyto měny opět posílí. V krátkodobém horizontu by však dluhopisy rozvíjejících se trhů mohly být negativně dotčeny vyčkávacím postojem Fedu a silnějším americkým dolarem. Je třeba také poznamenat, že potenciální výnosy mohou být ovlivněny možnými úvěrovými riziky a kolísáním měnových kurzů, které je na rozvíjejících se trzích často vyšší. U dluhopisů rozvíjejících se trhů v místní měně nadále volíme zvyšování váhy v portfoliu.

## **PENĚŽNÍ TRHY: SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU**

Peněžní prostředky obecně nabízejí zajímavé výnosy, ale upřednostňujeme investice do tříd aktiv s vyšším pevným výnosem, jako jsou podnikové dluhopisy denominované v eurech s dobrým úvěrovým ratingem, protože nadále očekáváme (další) pokles úrokových sazeb v USA a eurozóně. V tomto investičním segmentu volíme snížení váhy v portfoliu.

## **ALTERNATIVY: NEUTRÁLNÍ**

Alternativní investice nadále nabízejí potenciál k diverzifikaci portfolia. Reálná aktiva těží ze své role nástroje pro zajištění proti inflaci. U alternativních investic zachováváme neutrální postoj k zastoupení v portfoliu.

## **KOMODITY: NEUTRÁLNÍ**

Nízké zásoby ropy, snížení produkce ze strany OPEC+ (hlavní země těžící ropu a Rusko, celkem 23 států), geopolitické napětí a vyšší hospodářský růst podporují ceny ropy. Od října 2024 však bude OPEC+ postupně ustupovat od snižování těžby o 2,2 milionu barelů denně. V této třídě aktiv nadále volíme neutrální postoj k zastoupení v portfoliu.

## **ZLATO: NEUTRÁLNÍ**

Zlato nadále těží ze zvýšených nákupů centrálních bank, zejména Čínské lidové banky poté, co se USA a EU rozhodly zmrazit měnové rezervy ruské centrální banky. Podpůrnými faktory zůstávají také očekávání nižších úrokových sazeb a geopolitická nejistota. Zachováváme neutrální postoj k zastoupení zlata v portfoliu.

## **MĚNY**

### **EUR – USD**

Americký dolar by měl být v nadcházejících měsících nadále podporován pokračujícím silným růstem v USA (který je silnější než v jiných regionech, např. v eurozóně) a trpělivým Fedem, který vzhledem k přetrvávající inflaci v některých oblastech stále zaujímá vyčkávací postoj.

# Sloupky

Dialog místních investičních ředitelů s klienty

## Odpovědi z Itálie

### HROZÍ DRUHÁ „DLUHOVÁ KRIZE V EUROZÓNĚ“?

Výsledky nedávných voleb do Evropského parlamentu a rozhodnutí francouzského prezidenta Macrona vypsat předčasné volby měly významný dopad na finanční trhy v eurozóně. Rozpětí výnosů desetiletých francouzských státních dluhopisů oproti odpovídajícím německým státním dluhopisům se v době psaní tohoto článku pohybuje kolem 80 bazických bodů, přičemž na konci května činilo přibližně 50 bazických bodů. Spread italských státních dluhopisů ve srovnání s německými státními dluhopisy se ve stejném období rovněž zvýšilo ze 130 bazických bodů téměř na 160 bazických bodů. Jde o významné pohyby, které připomínají určité obtížné historické etapy týkající se zadlužení tzv. periferních zemí eurozóny, zejména pak období známé jako dluhová krize v eurozóně v letech 2010 až 2012.

Ačkoli je pravděpodobné, že nejistota a volatilita budou pokračovat až do francouzských voleb, nemyslíme si, že se blížíme krizi, která by vyžadovala revizi strategického přístupu našich investičních portfolií.

Začněme obecným makroekonomickým kontextem. Události v letech 2010 až 2012 byly především důsledkem potíží veřejných financí nejzadluženějších zemí eurozóny v důsledku celosvětové recese v letech 2008 a 2009. Vrcholu krize bylo ve skutečnosti dosaženo restrukturalizací řeckého dluhu. V současnosti je ze systémového hlediska pravda, že pandemie způsobila nárůst průměrné úrovně veřejného dluhu, ale stalo se tak v podstatě rovnoměrně mezi evropskými zeměmi, takže nejde o relativní zhoršení nebo o země, jejichž finanční situace je obzvláště horší než u ostatních. Kromě toho se v důsledku zdravotní krize a konfliktu na Ukrajině stala hospodářská politika podporující podniky a spotřebitele na úkor veřejného rozpočtu v podstatě přijatelnou a téměř nezbytnou. Kromě toho Evropská unie a ECB v průběhu let zdokonalily mechanismy monitorování, podpory a intervence, aby zabránily riziku nadměrného růstu nákladů na zadlužení zemí v této oblasti. Dalším významným rozdílem je skutečnost, že dnešní finanční systém, a zejména banky, jsou mnohem stabilnější a vybaveny značným kapitálem pro zvládnutí zátěžových situací.

Analyzujeme také současné tržní prostředí. K tomuto rozšíření spreadů došlo v podstatě v důsledku výrazného poklesu výnosů německých státních dluhopisů, které částečně těžily ze své role bezpečného přístavu v případě finančních tlaků. K tomuto poklesu však došlo také v souvislosti s podobným pohybem výnosů amerických státních dluhopisů směrem dolů. Investoři totiž pomalu přehodnocují výstupy z posledního zasedání Fedu ve světle posledních údajů o trhu práce a inflaci, které vytvářejí příznivější obrázek pro zahájení snižování sazeb ještě v tomto roce.

Dalším zmírňujícím prvkem je směřování politiky ECB: po prvním snížení v červnu očekáváme další dvě snížení, po jednom za čtvrtletí, aby bylo na konci roku dosaženo depozitní sazby ve výši 3,25%. Nejrestriktivnější fáze měnové politiky je tedy za námi, a to jak z hlediska výše ceny peněz a jejího dopadu na náklady na dluh, tak z hlediska snížení záporných toků na trhu státních dluhopisů v důsledku snížení bilance centrální banky (tj. kvantitativního zpříšňování).

Nakonec se podíváme na naše zásady tvorby portfolia. Většina našich dluhopisových portfolií je investována do vysoce kvalitních nástrojů z hlediska likvidity a bonity: státních dluhopisů a podnikových dluhopisů investičního stupně. Proto je dopad tohoto rozšíření spreadů zmírněn alokací do německých státních dluhopisů a podnikových dluhopisů, které díky svému výnosu mohou absorbovat nepříznivé pohyby některých složek portfolia. Důležité je také připomenout náš globální přístup k investicím do akcií, a tedy přítomnost dalšího faktoru zmírňujícího politická rizika – zde hovoříme o přirozené přítomnosti amerických dolarů v důsledku našich investic do amerických akcií. V posledních dnech jsme byli svědky posilování amerického dolaru vůči euru, což pomohlo udržet celkovou hodnotu našich portfolií.

Souhrnně lze říct, že i přes další prvek politické nejistoty, který se objevuje na scéně, jsme přesvědčeni, že jsme výborně připraveni zvládnout jakoukoli fázi volatility.

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, investiční ředitel Itálie, *UniCredit SpA*



## Odpovědi z Rakouska

### JAKÉ DŮSLEDKY MÁ ODSOUZENÍ DONALDA TRUMPA PRO AMERICKÉ PREZIDENTSKÉ VOLBY?

Donald Trump se stal prvním bývalým prezidentem USA, který byl kdy odsouzen za trestný čin. Předsedajícího soudce Juana Merchana nyní čeká bezprecedentní úkol vynést nad Trumpem rozsudek. Ve čtvrtek 11. července, čtyři dny před začátkem republikánského sjezdu, soudce Merchan rozhodne, jaký trest bude nejvhodnější, tj. buď vězení, podmínka, nebo nepodmíněně propuštění, tedy žádný trest. Existuje také možnost odnětí svobody, ale vzhledem k tomu, že jde u Trumpa o první provinění, je nepravděpodobné, že by byl uvězněn. Trump se může proti rozhodnutí odvolat, což může trvat měsíce i roky.

Kromě toho Trump čelí dalším třem trestním stíháním: dvěma kvůli údajné snaze zvrátit vítězství prezidenta Bidena ve volbách v roce 2020 a jednomu, v němž je obviněn z nezákonného uchovávání utajovaných dokumentů po odchodu z Bílého domu. Trumpovi se podařilo tyto tři další trestní kauzy, kterým čelí, oddálit natolik, že žádná z nich se nemusí před soud dostat před listopadovými volbami.

Navzdory těmto trestním kauzám může Trump stále kandidovat na prezidenta USA, protože nic v americké ústavě nezakazuje, aby odsouzený zločinec zastával funkci. A pokud bude Trump znovu zvolen prezidentem, stane se prvním odsouzeným zločincem v čele Spojených států amerických.

Je zajímavé, že tento vývoj nemá na trhy velký vliv. Konkrétně po vynesení rozsudku výrazně klesly pouze akcie Trumpových společností působících v oblasti sociálních médií, ale poté se mírně zotavily.

Ačkoli tento verdikt nemusí nutně znamenat, že Trumpovy šance na vítězství v listopadu klesly, může přinést volatilnější politické prostředí, které se pravděpodobně přeneso i na trhy. Nesmíme zapomínat, že Bidenova rodina rovněž čelí právním bitvám. Především prezidentův syn Hunter Biden je souzen za to, že údajně lhal o užívání drog při nákupu střelné zbraně. Podle květnového průzkumu analytické společnosti uvedlo 46 % registrovaných voličů, že současný americký prezident udělal v souvislosti se svým synem něco nezákonného. Pro srovnání, není to o mnoho méně než 54 % registrovaných voličů, kteří o Trumpovi řekli totéž v případě Trumpova stíhání na Manhattanu.

Trumpova kampaň uvedla, že během 24 hodin po vynesení rozsudku vybrala téměř 53 milionů dolarů. Více než třetina dárců darovala finanční prostředky poprvé. To lze interpretovat tak, že odsouzení nemusí snížit podporu Trumpa v rámci Republikánské strany. Kromě toho Trump mezi své příznivce přilákal i některá známá jména. K podpoře Trumpa ve volbách v USA se například údajně přiklání miliardář z hedgeového fondu Bill Ackman.

Celkově se zdá, že je příliš brzy na to, aby bylo možné učinit závěr o tom, co toto odsouzení bude pro konečné výsledky voleb v USA znamenat. Jedno je však jisté – politická nejistota se může zvýšit a část této nejistoty se může přenést na trh.

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

## Odpovědi z Německa

### JAKÝ BUDOU MÍT PODLE VÁS DOPAD VOLBY DO EVROPSKÉHO PARLAMENTU?

Po jasném vítězství středopravicové aliance Evropské lidové strany s vedoucí kandidátkou Ursulou von der Leyenovou ve volbách do Evropského parlamentu může 65letá předsedkyně doufat v další funkční období v čele Evropské komise. Zároveň se ve volbách dokázal prosadit politický střed: umírněné, proevropské strany, mezi něž patří kromě Evropské lidové strany také sociální demokraté, zelení a liberálové, mají v Evropském parlamentu stále jasnou většinu (i když oproti roku 2019 se zmenšila). To je prozatím dobrá zpráva. Celkově lze říct, že výsledek voleb pravděpodobně nepovede k žádným zásadním zvrátům, i když poměrně slabý výsledek Zelených odráží skutečnost, že vzhledem k tektonickým změnám posledních let zřejmě v těchto volbách (dočasně) předstihla ochranu klimatu otázka bezpečnosti.

Skutečnost, že v Evropském parlamentu bude v budoucnu více poslanců z pravicových stran, je důvodem k obavám. Ve dvou největších členských státech Evropské unie, Francii a Německu, získaly nejvíce hlasů dvě euroskeptické, pravicově nacionalistické strany – Národní sdružení Marine Le Penové a Alternativa pro Německo. Pozornost se soustředí zejména na Francii, kde prezident Emmanuel Macron ihned po volbách rozpustil Národní shromáždění a překvapivě vyhlásil nové volby ve dvou kolech na 30. června a 7. července. Vzhledem k tomu, že francouzská vládní koalice již téměř dva roky nemá v Národním shromáždění absolutní většinu, může být Macron v nejhorším případě nucen strávit poslední tři roky svého prezidentství v „kohabitaci“<sup>15)</sup> se zákonodárným sborem ovládaným Le Penovou. To by pravděpodobně výrazně omezilo jeho vliv na domácí politické dění. Nové volby ve Francii se budou konat současně s volbami ve Velké Británii, kde téměř všechny průzkumy předpovídají premiérovi Rishi Sunakovi a toryům na začátku července jasnou porážku.

Evropa zjevně prožívá politicky neklidné období, což se pravděpodobně projeví i na finančních trzích. Evropské akciové trhy byly výsledkem voleb v EU, pravděpodobně kvůli nejistotě ohledně kurzu fiskální politiky ve Francii a možnému oslabení francouzsko-německého spojení, zpočátku negativně ovlivněny. Ačkoli se zdá být předčasně vynášet konečné soudy o tom, jaké důsledky by mohl mít výsledek voleb pro finanční trhy ve střednědobém horizontu, investory zajímá především (politická) stabilita. Domníváme se tudíž, že investorům lze spíše poradit, aby se nenechali vyvést z míry krátkodobými otřesy a drželi se svých střednědobých až dlouhodobých plánů. Navzdory politické volatilitě je to především komplexní analýza makroekonomických podmínek a základních tržních ukazatelů, která podle našeho názoru umožňuje přijímat fundovaná a perspektivní dlouhodobá investiční rozhodnutí. Ústředním prvkem naší investiční strategie zůstává vhodná diverzifikace portfolia.

<sup>15)</sup> „Kohabitaci“ se rozumí situace, kdy patří prezident a předseda vlády k různým stranám. Pokud by Národní sdružení získalo v parlamentu většinu, musel by Macron jmenovat premiérem někoho z řad této strany a ten by pak jmenoval své ministerské kolegy.

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

**VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ**

Od	14. 6. 23	14. 6. 19	12. 6. 20	14. 6. 21	14. 6. 22	14. 6. 23	14. 6. 19	1. 1. 24
Do	14. 6. 24	14. 6. 20	14. 6. 21	14. 6. 22	14. 6. 23	14. 6. 24	14. 6. 24	14. 6. 24
<b>Aktiové indexy (celkový výnos, v %)</b>								
MSCI World (v USD)	20,1	3,6	42,2	-14,7	19,0	20,1	81,8	11,3
MSCI Emerging Markets (v USD)	8,5	-0,7	43,5	-24,4	3,2	8,5	22,5	6,5
MSCI US (v USD)	24,6	7,9	43,9	-12,9	19,1	24,6	103,4	14,1
MSCI Europe (v EUR)	13,8	-5,5	32,4	-7,0	18,2	13,8	57,0	9,5
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	9,2	3,8	36,8	-22,0	8,6	9,2	32,2	7,2
STOXX Europe 600 (v EUR)	13,8	-4,4	33,1	-8,3	17,9	13,8	56,9	9,3
DAX 40 (Německo v EUR)	10,5	-1,8	31,2	-15,1	22,6	10,5	48,8	7,5
MSCI Italy (v EUR)	25,4	-9,2	36,9	-11,3	33,4	25,4	84,2	11,9
ATX (Rakousko, v EUR)	17,2	-21,0	60,0	-8,7	8,7	17,2	46,5	7,9
SMI (Švýcarsko, v CHF)	10,0	2,7	24,8	-7,3	8,7	10,0	42,6	11,5
S&P 500 (USA, v USD)	24,6	7,3	42,1	-10,9	19,1	24,6	104,3	14,6
Nikkei (Japonsko, v JPY)	18,1	8,4	32,8	-6,9	28,7	18,1	102,9	16,9
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-7,4	11,1	33,0	-17,7	-6,3	-7,4	8,1	4,0
<b>Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-0,2	17,1	-4,9	-14,8	0,9	-0,2	-3,8	-0,9
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	1,7	11,0	-3,4	-11,2	0,4	1,7	-2,3	0,0
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	6,4	10,0	4,0	-15,0	3,0	6,4	7,2	1,1
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	3,9	2,2	-1,4	-16,5	-3,1	3,9	-15,9	-1,5
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	3,9	3,1	0,9	-15,6	-2,0	3,9	-11,1	-1,3
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	6,9	0,5	3,7	-13,6	0,9	6,9	-3,4	0,7
<b>Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	50	-139	80	198	32	50	212	35
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	25	-145	38	260	75	25	243	34
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-13	-104	-29	289	62	-13	196	21
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-17	-20	19	199	70	-17	259	34
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-9	-29	-3	217	68	-9	250	39
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-59	7	-48	308	67	-59	284	24
<b>Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)</b>								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-42	37	-80	57	-8	-42	-37	-9
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-92	204	-311	173	-72	-92	-94	-5
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-28	18	-42	86	-21	-28	12	-11
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-75	117	-234	229	-83	-75	-48	-40
<b>Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)</b>								
Libor (USD, 3 měsíce)	9	-209	-20	189	351	9	320	1
Euribor (EUR, 3 měsíce)	17	-5	-18	30	377	17	403	-19
<b>Směnné kurzy eura (změna v %)</b>								
Americký dolar (EUR-USD)	-1,2	0,1	7,1	-13,7	3,4	-1,2	-5,1	-3,3
Britská libra (EUR-GBP)	-1,6	0,8	-4,2	0,8	-1,3	-1,6	-5,5	-3,1
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-2,3	-4,6	1,8	-4,5	-6,2	-2,3	-15,0	3,0
Japonský jen (EUR-JPY)	9,8	-1,0	9,6	5,8	7,5	9,8	37,7	7,3
<b>Komodity (změna v %)</b>								
Komoditní index (GSCI, v USD)	18,6	27,7	4,9	-3,6	7,9	18,6	65,3	12,9
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	8,2	-6,6	60,8	1,5	-11,3	8,2	47,9	9,0
Zlato (v USD za ryzí unci)	19,4	29,6	7,5	-2,7	8,0	19,4	72,7	12,9
Ropa (Brent, v USD za barel)	9,1	-37,1	87,8	65,9	-39,5	9,1	32,7	6,3

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 výkonost 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 jde o výnosovou příležitost. Výnosové příležitosti odrážejí to, jak investoři odlišně hodnotí rizika spojená s příslušnými produkty nebo zeměmi (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují náklady. V případě měn a komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 14. 6. 2024.

# Právní upozornění

Tato publikace společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank GmbH (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“) je určena široké veřejnosti a je poskytována zdarma pouze pro informační účely. Předmětné sdělení nepředstavuje investiční doporučení ani poradenství ze strany skupiny UniCredit a rozhodně nejde o žádnou nabídku určenou veřejnosti ani o výzvu k nákupu nebo prodeji cenných papírů. 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.

Skupina UniCredit, včetně všech společností z této skupiny a ostatních společností ze skupiny UniCredit, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím uvedeným v tomto dokumentu. Viz <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Veškeré odhady nebo hodnocení obsažené v této publikaci představují nezávislý názor skupiny UniCredit a stejně jako veškeré informace v ní obsažené jsou uváděny v dobré víře na základě údajů dostupných k datu zveřejnění, převzatých ze spolehlivých zdrojů, avšak mají čistě orientační charakter a mohou se kdykoli po zveřejnění změnit, přičemž skupina UniCredit za jejich úplnost, správnost a pravdivost neručí a nenese za ně žádnou odpovědnost. Zájemci proto musejí učinit vlastní investiční posouzení zcela samostatně a nezávisle, přičemž musejí vycházet výhradně z vlastních úvah o podmínkách na trhu a z celkově dostupných informací, a to v souladu se svým rizikovým profilem a ekonomickou situací. 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 nenese odpovědnost za skutečnosti ani škody, které mohou komukoli nastat nebo vzniknout v důsledku použití tohoto dokumentu, včetně škod způsobených ztrátami, ušlým ziskem nebo nerealizovanými úsporami.

Obsah publikace, včetně údajů, zpráv, informací, obrázků, grafiky, kreseb, značek a názvů domén, je vlastnictvím společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank GmbH, pokud není uvedeno jinak, a vztahuje se na něj autorské právo a právo průmyslového vlastnictví. Neposkytuje se žádná licence ani právo na užívání, a proto není dovoleno reprodukovat celý tento obsah nebo jeho část na jakémkoli nosiči, kopírovat jej, zveřejňovat a používat ke komerčním účelům bez předchozího písemného souhlasu skupiny UniCredit, s výjimkou možnosti pořizování kopií pouze pro osobní potřebu.

Informace a údaje obsažené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 14. červnu 2024.





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



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



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