



Návrat k lepší rovnováze

Rozšířování současného ekonomického prostředí a dynamiky trhu

Investiční strategie skupiny

Výhled č. 6/2024

Obsah

SOUHRNNÝ PŘEHLED	3
DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ	4
POHLED ZBLÍZKA	6
MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY	9
ALOKACE AKTIV – SPRÁVA NAŠEHO PORTFOLIA	13
JAK INVESTOVAT	16

Souhrnný přehled



MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Průzkumy ISM ukazují a v údajích z trhu práce se projevuje, že americká ekonomika ztrácí dynamiku a výrobní sektor a sektor služeb se potýkají s problémy. Spotřebitelé utrácejí méně za služby a víc za základní věci. Přetrvávající nízký počet nových zakázek navíc naznačuje, že výroba ve zpracovatelském průmyslu bude v nadcházejících měsících pravděpodobně stagnovat. Inflation, mimo jiné v důsledku poklesu nájemného a cen automobilů, nadále klesá, což naznačuje, že by Federální rezervní systém (Fed) mohl přistoupit ke snížení úrokových sazeb.

Pokud jde o eurozónu, předstihové ukazatele naznačují, že na konci druhého čtvrtletí došlo k mírnému zpomalení ekonomiky, přestože pozitivní trend pokračoval. Index PMI v Německu naznačuje stagnaci a ve Francii pokračuje pokles, i když pomalejším tempem. Itálie a Španělsko stále rostou, přičemž Španělsko je obzvláště silné. Inflation se mírně snížila na 2,5 %, přičemž jádrová inflace zůstala stabilní na úrovni 2,9 % a přispívají k ní zejména ceny služeb. Očekává se, že snižování inflace bude pomalu pokračovat.

V Číně růst HDP ve druhém čtvrtletí zpomalil na 4,7 %, což je méně, než tržní odhady předpokládaly. Růst maloobchodních tržeb zpomalil, avšak průmyslová výroba díky silné zahraniční poptávce překonala očekávání. Trh s nemovitostmi vykazuje známky stabilizace, ale důvěra spotřebitelů zůstává slabá. Poměrně smíšený obrázek vykreslily v červnu také čínské předstihové ukazatele. Jedním z nich byl silný index Caixin PMI ve zpracovatelském průmyslu a naopak klesající PMI ve službách, což odpovídá sezonním faktorům.



MĚNOVÁ POLITIKA A CENTRÁLNÍ BANKY

Prezident Fedu Jerome Powell ve svém červencovém projevu v Kongresu potvrdil měnovou politiku Fedu a poukázal na silný trh práce a solidní hospodářský růst, i když pomalejší než v prvním čtvrtletí. Poukázal na mírný pokrok při naplňování inflačního cíle, ale zdůraznil, že je třeba získat víc údajů, pokud se chceme ujistit, že se inflace přiblížila ke 2 %. V otázce brzkého uvolňování je Powell opatrný, přičemž na srpnovém sympoziu v Jackson Hole by mohl naznačit změnu politiky.

Evropská centrální banka v červenci ponechala své hlavní sazby beze změny a zdůraznila opatrný přístup založený na datech. Prezidentka Lagardeová poznamenala, že nejnovější ekonomické údaje podporují trend snižování inflace, což naznačuje nadcházející snížení sazeb. Nové zářijové prognózy mohou tento trend potvrdit, neboť se očekává snižování každé čtvrtletí až do příštího roku.



FINANČNÍ TRHY

V červnu panovala na světových finančních trzích pozitivní nálada, neboť se očekávalo, že americká ekonomika zažije měkké přistání, a eurozóna vykazovala známky oživení, to vše i přes pomalejší růst v Číně. Nehledě na vyšší inflaci zachoval Fed holubičí postoj, z čehož těžily akcie amerických technologických společností. V Evropě měly na akcie negativní dopad politické události, ale očekávání budoucího snížení úrokových sazeb podpořilo trhy s dluhopisy, což vedlo ke snížení výnosů v USA a eurozóně. Volby ve Francii způsobily dočasný nárůst výnosů francouzských dluhopisů a dluhopisů periferních zemí, ale když nezměnila populistické strany, výnosy klesly. Cena ropy vzrostla v důsledku snížení produkce v zemích OPEC+ a v důsledku stabilní poptávky, i když slabý růst v Číně později vedl k lehkému poklesu. Cena zlata vzrostla s ohledem na očekávání holubičí měnové politiky USA a euro vůči dolaru posílilo.



Dopis investičních ředitelů

Po prvním pololetí, které bylo nabitě událostmi, a s ohledem na vývoj kolem listopadových prezidentských voleb v USA si můžeme s jistotou položit otázku, zda vůbec dojde k často zmiňované okurkové sezoně – v nadcházejících měsících totiž pravděpodobně nebude o novinové titulky nouze.

Nejprve se však podívejme do zpětného zrcátka a zhodnotme několik uplynulých měsíců. Už se téměř zapomnělo, že na začátku roku 2024 se v USA objevovala četná varování před možnou recesí. Tyto varovné hlasy byly nyní z velké části umlčeny. Jak vysvětlujeme v části „Ekonomika a trhy“, dynamika americké ekonomiky nadále zpomaluje, což vede k normalizaci trhu práce a inflace a zvyšuje tak vyhlídky na prvotní snížení úrokových sazeb v USA ve druhé polovině roku. Solidní růst v USA způsobil, že představy o výrazném snížení úrokových sazeb, které byly do cen dluhopisů započítány na začátku roku, se do cen postupně přestaly promítat, což vedlo k (dočasnému) poklesu cen dluhopisových portfolií. Mimochodem se tento vývoj netýkal jen Spojených států, ale také Evropy. Zde již Evropská centrální banka (ECB) jednou snížila úrokové sazby a další snížení úrokových sazeb by mohlo následovat. Rozsah možného **snížení úrokových sazeb**¹⁾ do konce roku však bude pravděpodobně výrazně nižší, než se očekávalo na začátku roku.

Na straně akcií tomu bylo naopak. Dobrá hospodářská situace podpořila akciové trhy. V očekávání stále rychlejšího tempa růstu HDP a mírně klesajících úrokových sazeb se zvýšila i očekávání firem ohledně zisku. Podle **konsenzuálních odhadů**²⁾ se v letech 2025 a 2026 očekává roční míra růstu zisku podniků v hlavních evropských akciových indexech těsně pod 10 % a v amerických indexech dokonce mírně nad 10 %. Předpokládá se, že německá ekonomika, která byla v posledních letech oslabena, opět poroste a že tempo růstu zisků německých akcií bude v příštích dvou letech v průměru podobné jako v USA. Vzhledem ke stále mírnému nastavení poměru ceny k zisku odrážejí současné ceny akcií, které v první polovině roku zaznamenaly překvapivě silný nárůst, částečně očekávání růstu zisků v roce 2025, ale trhy jsou podobně jako v případě roku 2025 optimistické i v případě roku 2026. Tato očekávání by proto mohla motivovat další růst cen akcií. Pokud se současná očekávání trhu ohledně hospodářského vývoje a podnikových zisků ukáží být příliš optimistická, mohlo by to vést ke zhoršení situace na akciových trzích.

Pozoruhodným vývojem se vyznačovala nejen první polovina roku, ale i posledních několik dní a týdnů přineslo zajímavé zvraty. Poté, co byl výkon současného amerického prezidenta Joea Bidena v televizním duelu s Donaldem Trumpem vnímán jako slabý, vzrostly šance republikánského kandidáta na zvolení. Po neúspěšném pokusu o atentát se pravděpodobnost Trumpova vítězství ve volbách ještě zvýšila. Trhy začaly do cen promítat takzvaný „Trump trade“, tedy nejpravděpodobnější důsledky druhého Trumpova období v prezidentské funkci. Uvedené vycházelo z předpokládaného hlavního směřování případné Trumpovy administrativy: uvolněnější fiskální politika (v důsledku nefinancovaných daňových škrťů), obchodní politiky zaměřené na vyšší cla a méně přísné regulace v některých hospodářských odvětvích. V této souvislosti vzrostly výnosy v USA (uvolněnější fiskální politika s sebou nese potřebu dalšího zvyšování státního dluhu, a tedy i zvýšené emise amerických státních dluhopisů) a vzrostly akcie podniků z vysoce regulovaných odvětví, jako je zdravotnictví, energetika a bankovníctví.

Po rozhodnutí Joea Bidena znovu nekandidovat došlo k částečnému protipohybu, protože trhy počítají s mírně nižší pravděpodobností Trumpova vítězství. Pokud se však podíváme na volební prognostické platformy založené na tržních mechanismech, je Donald Trump v době, kdy jde tato zpráva do tisku, stále jasným favoritem voleb. Pokud lze těmto platformám věřit, jeho vyzývateľkou

¹⁾ Snížení úrokových sazeb se po letních prázdninách očekává také v USA.

²⁾ 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.

bude s velkou pravděpodobností současná viceprezidentka Kamala Harrisová. O konečné nominaci se však rozhodne až za několik týdnů. Nominační sjezd Demokratické strany se bude konat ve dnech 19.–22. srpna. Zdá se, že do té doby bude novinovým titulům dominovat pravděpodobná kandidátka Kamala Harrisová. V této souvislosti budeme s velkým zájmem očekávat první spolehlivé výsledky průzkumů o jejich volebních šancích.

Stejně vzrušující bude pravděpodobně i otázka možného kandidáta na post viceprezidenta. V této souvislosti je třeba poznamenat, že pro volbu prezidenta budou mít velký význam výsledky z několika tzv. **swing států**³⁾, tedy nerozhodnutých států, jako jsou Michigan, Wisconsin a Pensylvánie. V neposlední řadě bude pro trhy důležitý politický program budoucí americké administrativy. A o tom bude rozhodovat nejen Bílý dům, ale také většina v Kongresu. Tlak vyvíjený na Joea Bidena, aby odstoupil z boje o prezidentskou kandidaturu, se v poslední době obzvláště zvýšil kvůli klesajícím vyhlídkám členů Kongresu za Demokratickou stranu (ať už ve Sněmovně reprezentantů, nebo v Senátu) ve volebních obvodech, kde probíhá urputný boj s protikandidáty. Díky Bidenovu poslednímu kroku pravděpodobně začnou opět proudit dary týmu demokratického prezidentského kandidáta i členům Kongresu. Souboj o budoucnost americké politiky se zdá být opět otevřený.

Tato obnovená otevřenost ohledně výsledku voleb znamená pro trhy mírně zvýšenou nejistotu, což se odráží v nárůstu klasických barometrů nejistoty, jako je **index VIX**⁴⁾. Podle našeho názoru by tato nejistota neměla mít na trhy dlouhodobě negativní dopady, protože, jak bylo uvedeno na začátku, ekonomické vyhlídky nejsou špatné ani pro USA, ani pro Evropu. Přestože se americká ekonomika v důsledku přísné měnové politiky podle očekávání ochlazuje, recese je velmi nepravděpodobná. Předseda Fedu Jerome Powell v americkém Kongresu nedávno také zdůraznil, že ekonomická rizika jsou stále vyrovnanější. Podle konsenzuálních odhadů se již v nadcházejících čtvrtletích údaje o růstu HDP v USA opět výrazněji zvýší. Evropa pravděpodobně také překonala hubené období; v příštích čtvrtletích se v eurozóně očekávají podobně vysoká tempa růstu jako v USA. Centrální banky pravděpodobně ve druhé polovině roku konečně vstoupí do cyklu snižování úrokových sazeb a zisky podniků pravděpodobně porostou. Trump ani vláda vedená demokraty tento trend patrně nezvrátí. Podle našeho názoru stále existují rizikové scénáře, že Fed ponechá úrokové sazby na současné vysoké úrovni déle, než se očekává, nebo že restriktivní podmínky měnové politiky vyústí ve znatelný hospodářský pokles.

Pozoruhodné na celkové ekonomické a tržní situaci je zejména to, že představuje téměř ideální scénář pro smíšená portfolia. Mírný, ale stabilní hospodářský růst a pokles úrokových sazeb (v důsledku zmírnění inflačních tlaků) by měly podpořit akciové i dluhopisové trhy. Nadcházející měsíce budou vzhledem k vývoji voleb v USA pravděpodobně i nadále vzrušující. Pokud však nenastane žádný z uvedených rizikových scénářů, mělo by být napětí na trzích omezené.

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

³⁾ Swing státy jsou státy USA, ve kterých se očekává těsný výsledek voleb a v nichž se v minulosti vítězství často přehouplo tak, že vyhrála ta politická strana, která v předchozích volbách skončila druhá. To je důležité, protože v naprosté většině států se často hlasuje jasně podle stranického klíče.

⁴⁾ Index VIX měří implikovanou volatilitu (tj. volatilitu odvozenou z akciových opcí), která v poslední době mírně vzrostla.

Pohled zblízka

Posun doprava ve Francii odvrácen, ale nejistota přetrvává

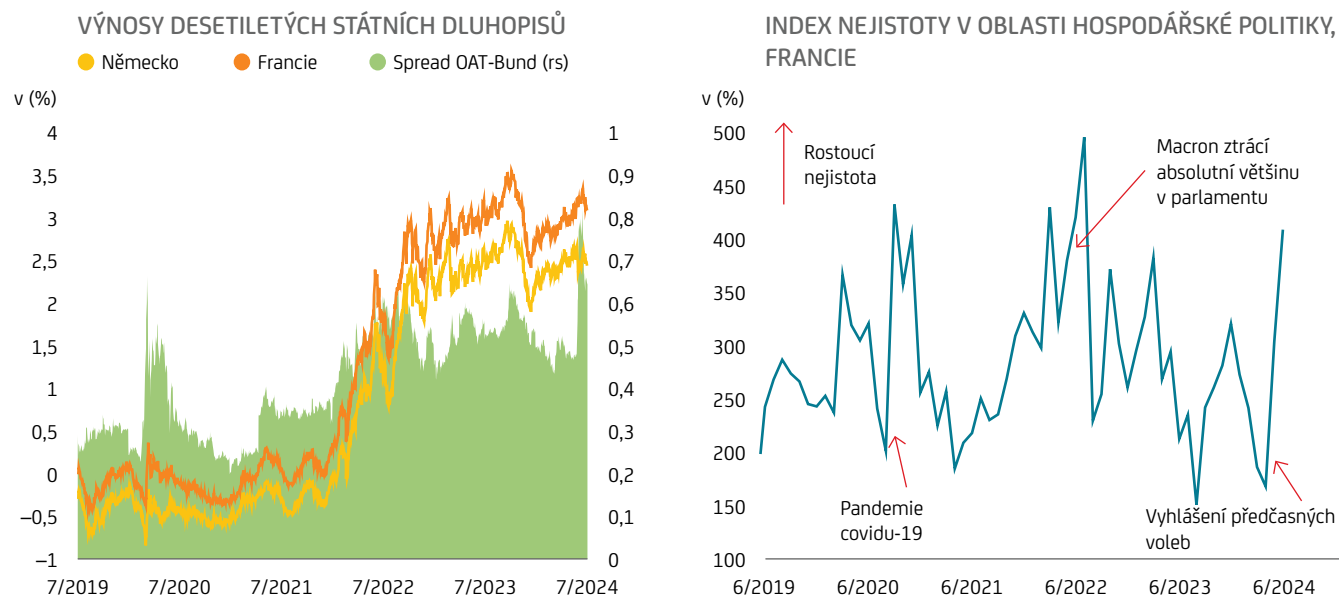
Francie, druhá největší ekonomika Evropské unie (EU), se od voleb do Evropského parlamentu nachází v hluboké politické krizi, která je polarizovanější než kdykoli dříve v nedávné historii země. Poté, co prezident Emmanuel Macron v reakci na neuspokojivé výsledky své stranické aliance Ensemble a s ohledem na to, že pravicově populistické Národní sdružení Marine Le Penové a jejich spojenců se v prvním kole voleb do Národního shromáždění stalo (dočasně) nejsilnější politickou silou v zemi, vypsal nové volby do **Národního shromáždění**³⁾, bylo dosažení absolutní většiny Národním sdružením odvráceno širokou demokratickou aliancí ve druhém kole hlasování. Nejsilnější silou se před Macronovým středovým táborem překvapivě stala levicová aliance Nová lidová fronta. Národní sdružení obsadilo až třetí místo, ale dokázalo výrazně zvýšit počet svých křesel. V rozporu se záměrem, který Macron vyjádřil po rozpuštění Národního shromáždění, tedy výsledek parlamentních voleb prozatím „jasno“ nepřináší. Macron nyní stojí před úkolem najít v roztržité francouzské stranické scéně stabilní vládní většinu. Chceme se však méně soustředit na politický rozměr posledního vývoje a více na jeho důsledky pro ekonomiku a kapitálové trhy.

³⁾ Národní shromáždění je jednou ze dvou komor francouzského parlamentu. Podílí se na tvorbě zákonů a může svrhnout vládu hlasováním o nedůvěře.

TRHY ODRÁŽEJÍ OBAVY O POLITICKOU A FINANČNÍ STABILITU VE FRANCII

Obavy o politickou stabilitu ve Francii před předčasnými parlamentními volbami nepřekvapivě způsobily, že nejistota v oblasti hospodářské politiky vzrostla v červnu na dvouleté maximum. V důsledku toho, zejména ve srovnání s německými státními dluhopisy (Bund), výrazně vzrostly výnosy francouzských státních dluhopisů (OAT). Konkrétně před vyhlášením nových voleb se výnosové rozpětí desetiletých dluhopisů (spread francouzských a německých státních dluhopisů) pohybovalo kolem 45 bazických bodů a poté se téměř zdvojnásobilo (viz graf 1). Dosáhlo tak nejvyšší úrovně od evropské dluhové krize v roce 2011. V porovnání s úrovní po prvním kole voleb se však od té doby spread francouzských a německých státních dluhopisů opět výrazně snížil, což naznačuje, že obavy investorů polevily. Poslední události se podepsaly i na akciovém trhu. Ačkoli se francouzský referenční index CAC 40 po Macronově vyhlášení voleb poněkud zotavil ze svého minima, výrazně zaostává za referenčními indexy ostatních evropských zemí (k 19. červenci 2024, viz přehled).

1. SPREAD FRANCOUZSKÝCH A NĚMECKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ VZROSTL NA NEJVYŠŠÍ ÚROVEŇ ZA POSLEDNÍ ROKY



Poznámka: OAT: Obligations Assimilables du Trésor (francouzské státní dluhopisy), Bund: německé státní dluhopisy, spread OAT-Bund: Rozdíl ve výnosech desetiletých francouzských a německých státních dluhopisů.

Index nejistoty v oblasti hospodářské politiky jako měřítko míry nejistoty, které vyvinuli Baker, Bloom a Davis, měří nejistotu v hospodářské politice na základě počtu novinových článků obsahujících slova „ekonomika“ (nebo „ekonomický“), „nejistota“ (nebo „nejistý“) a jednu nebo více položek týkajících se politiky. Zdroj: Bloomberg, Baker, Bloom a Davis, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 15. 7. 2019 – 15. 7. 2024 (levý graf) a 30. 6. 2019 – 30. 6. 2024 (pravý graf)

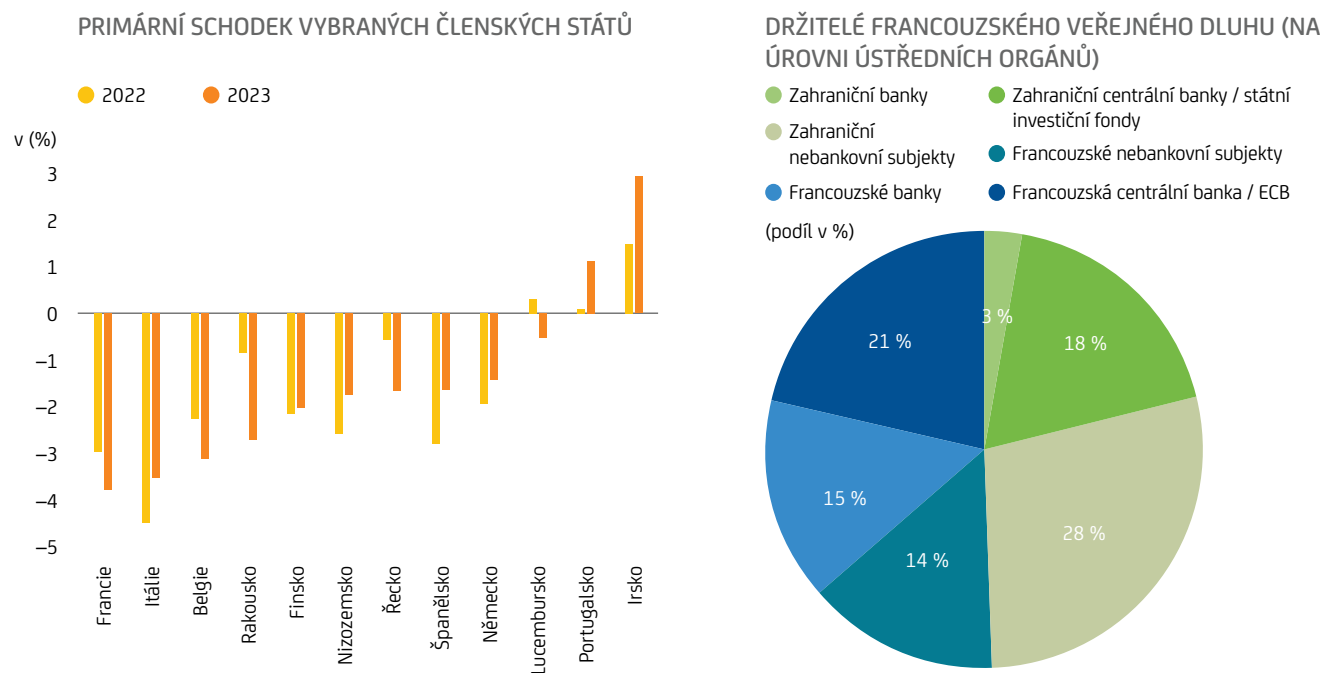
Obavy investorů, že by budoucí vláda ve Francii mohla vyvolat novou dluhovou krizi v eurozóně, se s výsledkem voleb výrazně zmenšily. Zkušenosti ukazují, že trhy okamžitě penalizují možné nezodpovědné zvyšování veřejných výdajů a nedostatek finanční disciplíny. V roce 2022 vypukla na britském trhu s dluhopisy krize, když tehdejší premiérka Liz Trussová předložila rozpočet, který počítal s nekrytým snížením daní a energetickou pomocí v celkové výši několika miliard liber, což účastníci trhu považovali za „fiskální harakiri“. Výnosy britských státních dluhopisů prudce vzrostly, což přimělo centrální banku Bank of England k intervenci. Po necelých padesáti dnech ve funkci byla Trussová nucena odstoupit. Po drtivém vítězství Labouristické strany 4. července skončila i její kariéra poslankyně Dolní sněmovny.

Udržitelnost francouzského dluhu ve skutečnosti není nově diskutovaným tématem. Macronovi se zatím nepodařilo státní dluh snížit. Ještě před volbami do Evropského parlamentu snížila ratingová agentura Standard & Poor's úvěrový rating Francie o jeden stupeň z AA na AA- v obavě, že dluh se zvýší kvůli vyšším než očekávaným schodkům. Státní dluh Francie se v loňském roce zvýšil na téměř 111 % hrubého domácího produktu (HDP). Deficit veřejného rozpočtu dosahoval 5,5 %, byl tedy výrazně vyšší než cílová hodnota na úrovni 3 % stanovená Evropskou unií (EU). Úrokové zatížení Francie se od roku 2021 víc než ztrojnásobilo a letos dosáhlo 57 miliard eur. V roce 2023 měla také nejvyšší **primární schodek**⁶⁾ mezi členskými státy eurozóny, zatímco několik periferních zemí dokázalo své schodky snížit (viz graf 2). Skutečnost, že se Evropská komise snaží proti Francii zahájit postup při nadměrném schodku, zdůrazňuje omezený finanční manévrovací prostor této země. Francouzský hospodářský růst byl navíc v posledních deseti letech poměrně slabý a podle prognóz Mezinárodního měnového fondu (MMF) bude HDP na obyvatele v příštích pěti letech nadále zaostávat za růstem v USA a Německu.

⁶⁾ Saldo veřejných příjmů a primárních veřejných výdajů (tj. výdajů bez úrokových plateb): Pokud příjmy převyšují primární výdaje, země dosahuje primárního přebytku; pokud jsou primární výdaje vyšší než příjmy, hovoří se o primárním schodku.

Kromě špatných základních ukazatelů by mohla být na škodu i struktura investorů investujících do francouzských státních dluhopisů. Podle statistik MMF drží zahraniční nebankovní subjekty (včetně zajišťovacích fondů, pojišťoven, fondů peněžního trhu a penzijních fondů) nyní více než čtvrtinu celkového francouzského veřejného dluhu (viz graf 2). Přestože jsou velké francouzské banky na trhu se státními dluhopisy trvale aktivní, má na francouzský trh s dluhopisy potenciálně významný vliv poměrně malý počet (zahraničních) věřitelů – na rozdíl například od Německa.

2. FRANCIE MÁ NEJVYŠŠÍ PRIMÁRNÍ SCHODEK V EUROZÓNĚ, ZAHRANIČNÍ NEBANKOVNÍ SUBJEKTY DRŽÍ VÍCE NEŽ 25 % FRANCOUZSKÉHO VEŘEJNÉHO DLUHU



Zdroj: Macrobond, MMF, Barclays Research, Reuters, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, k 31. 12. 2023

Je však třeba také uvést, že se (měnověpolitický) rámec eurozóny vyvíjel a zlepšoval. Na rozdíl od doby před 15 lety má ECB k dispozici „sadu nástrojů“, která jí fakticky dává právo kdykoli zasáhnout na trzích dluhopisů. Pomocí „nástroje na ochranu transmise“ (Transmission Protection Instrument, TPI), jehož používání je ještě jednodušší než používání **předchozí koncepce**⁷⁾, může Eurosystem v případě neodůvodněného a chaotického vývoje na trhu nakupovat cenné papíry od jednotlivých zemí, aby zabránil zhoršení podmínek financování, které není odůvodněno základními ukazateli jednotlivých zemí. Rozsah nákupů v rámci TPI, které se uskutečňují na **sekundárním trhu**⁸⁾ a zaměřují se na **dluhopisy veřejného sektoru**⁹⁾, závisí na závažnosti rizik pro transmisi měnové politiky. Nákupy dluhopisů nejsou omezeny ex ante, ale použití TPI předpokládá, že dotyčné země splňují požadavky EU na státní rozpočty, což je v případě Francie zásadní. Hlavní ekonom ECB Philip Lane komentoval pohyby na francouzském dluhopisovém trhu slovy, že se nezdaří být „chaotické“. To znamená, že nebyla splněna jedna z nutných podmínek pro intervenci centrální banky. Přesto se domníváme, že není nepravděpodobné, že ECB zasáhne, pokud se problémy specifické pro Francii „přelijí“ do ostatních členských států.

ZÁVĚR

Zatímco **úspěch labouristů**¹⁰⁾ ve Spojeném království byl na začátku července neobvykle jednoznačný a toryové zaznamenali nejhorší volební výsledek ve své historii, zdá se, že riziko masivního politického otřesu ve Francii bylo po druhém kole předčasných parlamentních voleb zažehnáno. Politická nejistota však bude pravděpodobně prozatím přetrvávat a s ní i volatilita na francouzském finančním trhu. Nejnovější vývoj se již do cen promítl a zdá se, že spread francouzských a německých státních dluhopisů dosáhl svého vrcholu. Další postupné zhoršování úvěruschopnosti Francie by však odůvodnilo vyšší rizikové prémie u francouzských státních dluhopisů. Důvodem je skutečnost, že nová francouzská vláda se navzdory několika strukturálním ekonomickým reformám potýká s velkými výzvami v oblasti finanční politiky. Další fiskální uvolnění by znamenalo další tlak na napjaté finance země, i když radikální plány levicových a pravicových politických proudů týkající se výdajů pravděpodobně nebudou na pořadu dne. Vzhledem k překvapivému vítězství levicové aliance bude pro francouzské akcie zřejmě obtížné dohnat v evropském srovnání slabší letošní výkonnost. Nejasná situace ve francouzském parlamentu by mohla mít negativní dopad na ochotu podniků investovat a na výdaje spotřebitelů, zpomalit reformy podporující růst, a tím zbrzdí oživení na francouzském akciovém trhu.

Navzdory problémům ve Francii považujeme riziko nového kola dluhové krize v eurozóně za celkově velmi nízké. Rozhodujícím faktorem bude pravděpodobně to, do jaké míry bude nová francouzská vláda ochotná respektovat evropská fiskální pravidla a zda si bude vědoma finančních omezení uložených kapitálovými trhy. Navzdory obtížné většinové situaci v Národním shromáždění lze předpokládat, že tomu tak bude.

⁷⁾Nástroj přímých transakcí na sekundárních trzích se státními dluhopisy (OMT), který byl po krizi v eurozóně zaveden v roce 2012 za prezidenta ECB Maria Draghiho.

⁸⁾ Sekundární trh je dílčí trh ve finančním sektoru, na kterém se obchoduje s již vydanými finančními nástroji. Doplnuje primární trh, kde se do oběhu dostávají nové finanční nástroje.

⁹⁾ Je-li to považováno za vhodné, může se jednat také o cenné papíry soukromého sektoru.

¹⁰⁾ Novým premiérem se stal Keir Starmer, který s labouristy získal absolutní většinu 411 z 650 parlamentních křesel. Toryové získali pouze 121 křesel a liberální demokraté 72 křesel.

Makroekonomická situace a trhy

Normalizace ekonomiky pokračuje a ECB ponechává hlavní úrokové sazby beze změny

USA: HOSPODÁŘSKÁ DYNAMIKA NADÁLE POKULHÁVÁ – NORMALIZACE NA TRHU PRÁCE A INFLACE OSLABUJÍ VYHLÍDKY NA SNÍŽENÍ ÚROKOVÝCH SAZEB VE DRUHÉ POLOVINĚ ROKU

Ekonomika USA nadále ztrácí dynamiku, což dokládá pokles předstihových ukazatelů v červnu. Průzkum institutu Institute for Supply Management (ISM) provedený pro zpracovatelský průmysl ukazuje, že toto odvětví se stále potýká s problémy a skutečné oživení není v dohledu. Celkový index mírně poklesl a zůstává **pod hranicí 50 indexových bodů**¹¹⁾ (viz graf 3). Určitou podporou byly příchozí objednávky, které se po květnovém propadu poněkud zotavily, ale stále jsou slabé. Dílčí indexy výroby, zaměstnanosti a zásob poklesly a přetrvávající slabé nové zakázky naznačují, že výroba ve zpracovatelském průmyslu bude v nadcházejících měsících pravděpodobně stagnovat. Průzkum ISM pro sektor služeb v červnu rovněž přinesl nečekaně výrazně slabší výsledky a celkový index opět klesl pod hranici 50 bodů. Tento pokles naznačuje, že spotřebitelé omezují své výdaje za služby, které byly po pandemii nadprůměrné, a s ohledem na opožděné účinky přísnější měnové politiky věnují větší pozornost svým peněženkám. Spotřebitelé zároveň méně utrácejí za volnočasové aktivity a víc se zaměřují na základní zboží, jako je zdravotní péče.

Zpomalení ekonomické dynamiky se projevuje i na trhu práce. Ačkoli se počet osob zaměstnaných mimo zemědělství v červnu zvýšil o více než 200 000 osob, přispělo k tomu zvýšení počtu osob zaměstnaných ve veřejné správě a zdravotnictví. V soukromém sektoru (bez školství a zdravotnictví) se počet zaměstnanců zvýšil pouze o 54 000. Údaje za duben a květen byly rovněž revidovány směrem dolů. Ve srovnání se stejným měsícem loňského roku celková inflace v červnu opět klesla, a to z květnových 3,3 % na 3,0 %, zatímco jádrová míra inflace (bez energií a potravin) se snížila ze 3,4 % na 3,3 % (viz graf 3). Pokračuje tak **dezinflační trend**¹²⁾, tedy snižování inflace směrem ke 2 %, a to především díky dvěma silným faktorům: nájemnému z obytných nemovitostí a cenám automobilů. Obě složky budou v nadcházejících měsících pravděpodobně nadále tlačit inflaci dolů. Spolu se známkami zpomalení na trhu práce by měly červnové údaje o inflaci posílit důvěru představitelů amerického Federálního rezervního systému (Fed), že se blíží čas pro snížení úrokových sazeb.

Prezident Fedu Jerome Powell ve svém červencovém pololetním projevu v americkém Kongresu potvrdil kurz měnové politiky Fedu. Podle něj zůstává trh práce robustní a téměř vyrovnaný, bez známek přehřátí. Ekonomika rovněž nadále roste solidním tempem. Powell dále uvedl, že poslední měsíční údaje o inflaci ukázaly mírný pokrok, ale že je zapotřebí získat další údaje potvrzující vývoj tímto směrem, abychom mohli s větší důvěrou říct, že se inflace bude trvale pohybovat směrem ke 2 %. To by mohlo naznačovat, že poslední prognóza inflace na červnovém zasedání Fedu byla příliš pesimistická. Vyšší inflace navíc není jediným rizikem, kterému Fed čelí. Příliš pozdní nebo příliš malé uvolnění měnové politiky by mohlo nepřiměřeně oslabit ekonomiku a zaměstnanost. Powell nicméně zůstává opatrný, pokud jde o signalizování brzkého zahájení uvolňování měnové politiky. Očekáváme, že symposium v Jackson Hole (22.–24. srpna 2024) bude využito k oznámení blížícího se obratu v měnové politice.

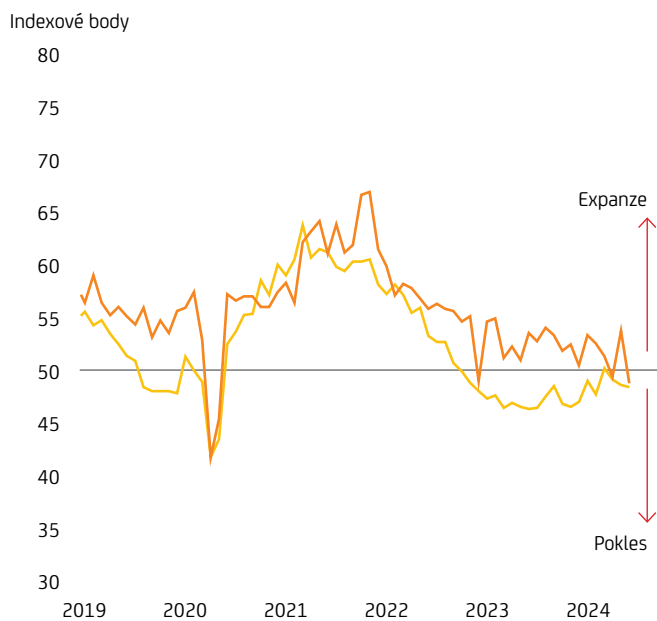
¹¹⁾ Hodnoty pod hranicí 50 bodů obecně naznačují útlum ekonomické aktivity.

¹²⁾ Dezinflací se rozumí situace, kdy míra inflace v čase klesá, ale stále se pohybuje nad nulou.

3. PRVNÍ UKAZATELE NAZNAČUJÍ NEČEKANOU SLABOST V USA, MÍRA INFLACE NADÁLE KLESÁ

INDEXY NÁKUPNÍCH MANAŽERŮ V USA

- ISM pro zpracovatelský průmysl (celkový index)
- ISM pro služby (celkový index)



INFLACE V USA

- Index spotřebitelských cen v USA (celkový)
- Index spotřebitelských cen v USA (jádrový)



Zdroj: ISM, BLS, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

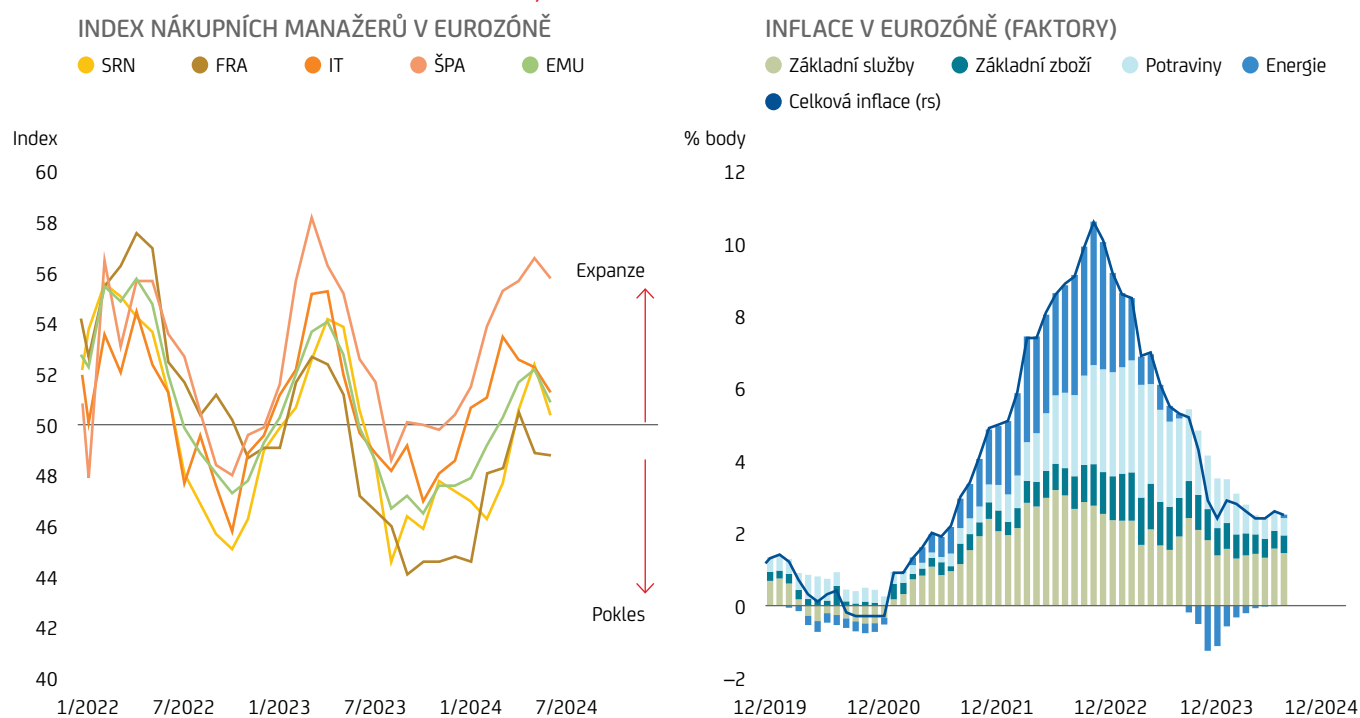
EUROZÓNA: RŮST OSLABUJE, ALE DÁL POKRAČUJE – ECB SE POUČILA A PONECHÁVÁ SI VŠECHNY MOŽNOSTI OTEVŘENÉ

Předstihové ukazatele naznačují, že ekonomika eurozóny ke konci druhého čtvrtletí ztratila dynamiku. Přesto očekáváme, že vzestup z počátku roku bude pokračovat i ve druhém čtvrtletí. Na úrovni jednotlivých zemí se index nákupních manažerů pro Německo pohybuje těsně nad hranicí 50 bodů, což naznačuje, že německá ekonomika v červnu stagnovala (viz graf 4). Ve Francii ekonomika nadále klesá, i když tempo poklesu se přinejmenším zpomalilo; celkový index se pohybuje těsně pod 49 body. Itálie a Španělsko se stále pohybují vysoko nad hranicí 50 bodů a ukazují, že obě jižní ekonomiky stále výrazně rostou, i když dynamika zde v poslední době oslabila. V evropském srovnání zůstává zejména španělský index s více než 55 body na horní hranici, což znamená, že celková ekonomická situace v eurozóně se v červnu v podstatě nezměnila.

Inflace v eurozóně mezitím dál klesá jen pomalu. Inflace spotřebitelských cen v eurozóně v červnu meziročně klesla na 2,5 % poté, co v předchozím měsíci vzrostla na 2,6 %. Jádrová inflace zůstala v červnu na 2,9 %. Hlavní pozornost je v jádrové inflaci (bez potravin a energií, viz graf 4) nadále věnována úporně přetrvávajícím vysokým cenám služeb, kde je jedním z hlavních faktorů stále vysoká inflace v řadě složek (včetně pojištění, dovolených a hotelů). Naopak deflace cen zboží dlouhodobé spotřeby působí na základní zboží tlumivě. I když trend snižování inflace zůstane zachován, předpokládáme, že uvolňující se mzdový tlak sníží i jádrovou inflaci a ve druhé polovině roku posune celkovou inflaci dále ke 2 %.

Evropská centrální banka (ECB) v červenci podle očekávání ponechala svou měnovou politiku beze změny. Potvrdila také svůj přístup založený na datech a vyjádřila opatrnost ohledně vyhlídek na další snižování úrokových sazeb. Důležité však je, že prezidentka ECB Lagardeová potvrdila, že nové informace „obecně podporují“ červnové hodnocení inflace, což znamená, že centrální banka je i nadále na cestě k dalšímu snižování sazeb. Na příštím zasedání v září bude zveřejněna řada nových makroekonomických prognóz. Vzhledem k tomu, že předpokládáme, že prognóza inflace ECB se do značné míry potvrdí, zdá se být pravděpodobné další zářijové snížení sazeb o 25 bazických bodů. Zastáváme názor, že ECB vstoupila do cyklu pomalého uvolňování se snižováním úrokových sazeb o 25 bazických bodů každé čtvrtletí až do konce příštího roku.

4. EKONOMIKA V EUROZÓNĚ ZTRÁCÍ DYNAMIKU, HLAVNÍM INFLAČNÍM FAKTOREM ZŮSTÁVAJÍ CENY SLUŽEB



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

ČÍNA: HOSPODÁŘSKÉ OŽIVENÍ VE 2. ČTVRTLETÍ ZAOSTÁVÁ ZA OČEKÁVÁNÍM

Růst čínského HDP ve druhém čtvrtletí zpomalil z 5,3 % v prvním čtvrtletí na 4,7 % ve srovnání se stejným čtvrtletím předchozího roku, což je výrazně pod tržními odhady na úrovni 5,1 % (viz graf 5). Hlavním důvodem poklesu byl pomalejší růst maloobchodních tržeb. Domácí poptávka a důvěra spotřebitelů zůstaly slabé, ačkoli tlumicí vliv měly i sezonní vlivy (např. extrémní výkyvy počasí a povodně). Naproti tomu růst průmyslové výroby překonal očekávání trhu, což podtrhuje nerovnoměrný charakter čínského oživení. Relativně silná zahraniční poptávka podpořila zpracovatelský sektor: vývoz se v červnu po květnovém nárůstu přibližně o 7,5 % meziročně zvýšil víc než o 8 %. Sekundární sektor, který zahrnuje zpracovatelský průmysl a stavebnictví, vzrostl ve druhém čtvrtletí meziročně víc než o 5 % ve srovnání s 6,0 % v prvním čtvrtletí, zatímco terciární sektor, který zahrnuje služby, vzrostl o něco málo přes 4 % ve srovnání s 5 % v prvním čtvrtletí.

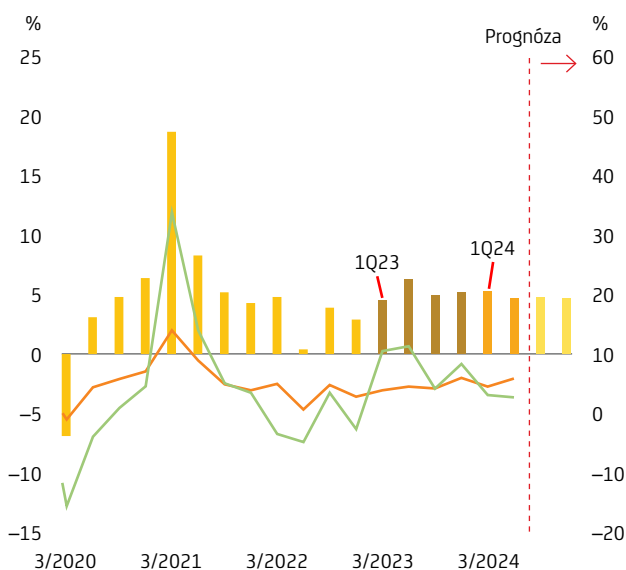
Navzdory přetrvávající slabosti vykazuje trh s nemovitostmi první známky toho, že již dosáhl svého dna. Ceny nových bytů v červnu nadále klesaly, ale méně výrazně než v předchozím měsíci. Objem prodejů rezidenčních nemovitostí vykazoval podobný, i když méně výrazný trend. Silnější prodeje bytů podpořily finanční situaci developerů, což znamená, že meziroční pokles v tomto segmentu byl v červnu o něco nižší než v květnu a činil přibližně 12 % (viz graf 5). V hlavních městech se projevuje oživení poptávky. Nicméně trh s nemovitostmi se již tři roky jednoznačně nachází ve slabé fázi, což se odráží i ve spotřebitelské důvěře a spotřebě. Slabý ekonomický vývoj po vypuknutí pandemie nadále ovlivňuje plány soukromých domácností v oblasti spotřeby, a tím i poptávku po rezidenčních nemovitostech.

Poměrně smíšený obrázek vykreslily v červnu také čínské předstihové ukazatele. Index nákupních manažerů Caixin pro zpracovatelský průmysl v červnu překonal oficiální index a pokračoval tak v trendu, který se projevuje od znovuotevření čínské ekonomiky na začátku loňského roku. Index dosáhl necelých 52 bodů, což je nejvyšší hodnota za posledních šest měsíců, zatímco oficiální index nákupních manažerů čínského statistického úřadu zůstal beze změny na úrovni necelých 50 bodů. Index nákupních manažerů Caixin pro sektor služeb v červnu klesl na úroveň těsně nad 50 bodů, což je nejnižší hodnota od října 2023. Pokles byl do značné míry sezonní, poté, co index v květnu těžil z prudkého nárůstu domácího cestovního ruchu v důsledku „zlatého týdne“, tedy týdne volna po státním svátku. Oficiální index pro sektor služeb klesl na hodnotu těsně nad 50 bodů, což naznačuje zpomalení růstu.

5. OŽIVENÍ ČÍNSKÉ EKONOMIKY ZTRÁCÍ DYNAMIKU – PŘEDEVŠÍM KVŮLI SLABÉ DOMÁCÍ POPTÁVCE A POKRAČUJÍCÍ KRIZI V SEKTORU NEMOVITOSTÍ

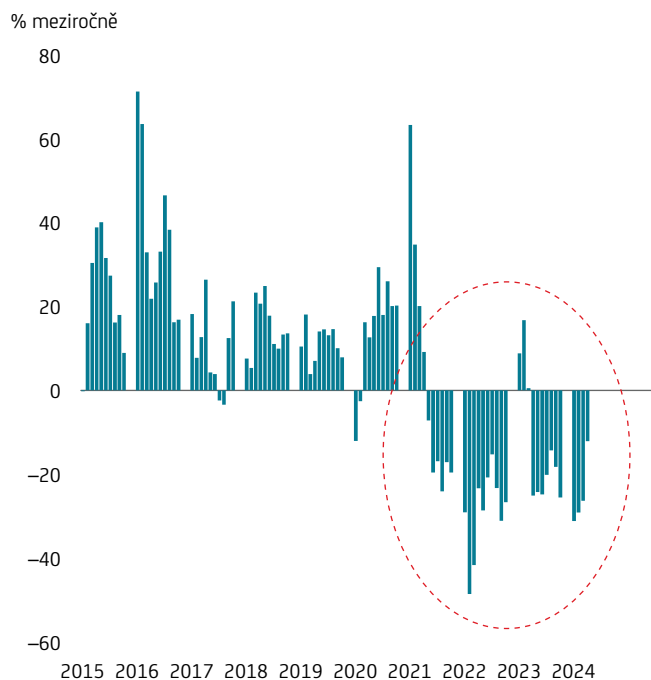
HOSPODÁŘSKÝ RŮST ČÍNY

- Růst HDP v Číně (meziročně)
- Průmyslová výroba (meziročně) (rs)
- Maloobchodní tržby (meziročně) (rs)



ČÍNSKÝ REALITNÍ SEKTOR

- Prodej obytných budov



Zdroj: Čínský statistický úřad, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

FINANČNÍ TRHY: PODPOŘENY VYHLÍDKY NA „MĚKKÉ PŘISTÁNÍ“, ALE POLITICKÉ FAKTORY MAJÍ V POSLEDNÍ DOBĚ NEGATIVNÍ DOPAD NA TRHY PO CELÉM SVĚTĚ

Červen se na světových finančních trzích vyznačoval v zásadě pozitivní náladou. Vyhledky na „měkké přistání“ americké ekonomiky a postupné oživení v eurozóně byly podpořeny pokračující dobrou výkonností světové ekonomiky (navzdory poněkud slabšímu hospodářskému vývoji v Číně). Přestože se v USA, zejména v důsledku údajů o přetrvávající vyšší inflaci, objevily náznaky poněkud **jestřábí**¹³⁾ měnové politiky, poslední údaje a vyjádření představitelů Fedu naznačují, že základní postoj zůstává holubičí a že plán snižování úrokových sazeb se nemění. Ve sledovaném období (1. června až 19. července) z toho těžily zejména akcie technologických firem v USA, které podpořily místní akciové trhy. V Evropě se u evropských akcií naopak negativně projevil (viz přehled) výsledek evropských voleb (polovina června) a nových voleb ve Francii (konec června).

Očekávání, že v blízké budoucnosti dojde ke snížení úrokových sazeb, se podepsalo i na trzích dluhopisů. Ve sledovaném období pokračovala poptávka po dluhopisech, což se projevilo poklesem výnosů v USA i v eurozóně (viz přehled). Nové volby plánované ve Francii na konec června vedly k dočasnému zvýšení výnosových prémie francouzských státních dluhopisů a dalších periferních zemí, jako je Itálie a Španělsko (viz také část „Pohled zblízka“). V důsledku toho, že pravicově populistické Národní sdružení nakonec skončilo ve druhém kole nových parlamentních voleb ve Francii až na třetím místě a že většinu v parlamentu nedokázala získat ani levicová aliance (což znamená, že současná vláda Emmanuela Macrona poprvé v úřadu zůstává jako prozatímní), opět výrazně poklesla výnosová rozpětí.

Ceny ropy v červnu prudce vzrostly, k čemuž přispělo potvrzení snížení produkce ze strany zemí OPEC+ (Organizace zemí vyvážejících ropu a Ruska) do konce roku 2025 a vyhlídky na stabilní poptávku po ropě v důsledku vyhlídek na solidní globální růst a pozitivních stimulů měnové politiky. Tyto pozitivní stimuly byly v červenci poněkud zpochybněny slabými údaji o růstu v Číně ve druhém čtvrtletí, v důsledku čehož ceny ropy v první polovině července opět poněkud poklesly (viz přehled). Cena zlata ve sledovaném období výrazně vzrostla (viz tabulka) v důsledku vyhlídky na více holubičí měnovou politiku Spojených států amerických a na další snížení úrokových sazeb ve druhé polovině roku 2024. V tomto prostředí se kurzu eura dostalo značné podpory a euro vůči americkému dolaru dále posilovalo poté, co v období před volbami do Evropského parlamentu euro oslabovalo (viz přehled).

¹³⁾ Výraz **jestřábí** označuje měnovou politiku, jejímž cílem je spíše kontrola inflace než stimulace hospodářského růstu. Opakem je holubičí postoj.

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 ¹⁾)	○	○	●
		Rozvíjející se trhy	○	●	○
	Dluhopisy	Státní dluhopisy zemí EMU	○	●	○
		Státní dluhopisy zemí mimo EMU	○	●	○
		Podnikové dluhopisy invest. stupně EUR	○	○	●
		Podnikové dluhopisy s vysokým výnosem	●	○	○
		Dluhopisy rozvíjejících se trhů (tvrdá měna)	○	●	○
	Dluhopisy rozvíjejících se trhů (místní měna)	○	○	●	
	Komodity	Ropa	○	●	○
		Zlato	○	●	○

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

Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

AKCIE

GLOBALNÍ AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Prostředí na světových akciových trzích je od začátku roku příznivé. 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. Nezanedbatelným rizikem zůstává vysoké ocenění v některých oblastech a geopolitická rizika. 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. 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. Po posledních povzbudivých zprávách o výsledcích PCE a CPI se očekává, že Fed zahájí uvolňování měnové politiky již v září. Ocenění amerických akcií zůstává vysoké a akciový index S&P 500 vykazuje extrémní tržní koncentraci. 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. Růst HDP ve 2. čtvrtletí svědčí o tom, že oživení zůstává pomalé a je taženo převážně vývozem. Poměrně příznivé ocenění by však mohlo svědčit pro omezené taktické plnění (catch-up) s ohledem na fiskální a měnová stimulační opatření. Celkově se však ocenění akcií rozvíjejících se trhů jeví jako poměrně příznivé. 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 podpurným 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 tudíž i na měnovou politiku japonské centrální banky. Celkově u asijsko-tichomořských akcií nadále volíme zvyšování váhy v portfoliu.

DLUHOPISY

GLOBALNÍ DLUHOPISY: ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Vzhledem k současným výnosům a změně měnové politiky hlavních západních centrálních bank nabízejí globální dluhopisy i nadále konkurenceschopný a atraktivní profil rizika a výnosu. S ohledem na ochlazující se inflaci tedy nadále strategicky preferujeme kvalitní dluhopisy, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně denominované v eurech a státní dluhopisy v eurech. Dlouhodobé 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 zahájila 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. Naš neutrální postoj k zastoupení této třídy aktiv se nemění.

STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU: NEUTRÁLNÍ

Stále silná americká ekonomika podporuje vládní dluhopisy zemí mimo EU, i když 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 S VYSOKÝM VÝNOSEM: 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 (PEVNÁ 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 (LOKÁLNÍ 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. 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

Cenu ropy podporují nízké zásoby ropy, snížení produkce ze strany OPEC+ (hlavní země těžící ropu a Rusko, celkem 23 států) a geopolitické napětí. 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

Poslední makroekonomické údaje, zejména ochlazení americké inflace, potvrzují náš scénář, který předpokládá trojí snížení sazeb do prosince. V důsledku toho by měl být americký dolar i nadále penalizován tím, že trhy nadále počítají s intenzivním uvolňováním ze strany Fedu do konce roku 2024.

Jak investovat

Investiční nápady v současné scénář



KAPITÁLOVÉ INVESTICE

NÁŠ NÁPAD: EDGE AI: ŠPIČKOVÝ INVESTIČNÍ POTENCIÁL

Transformační silou se v roce 2023 stala generativní umělá inteligence (AI). Její integrace se však dosud omezovala na určité oblasti hodnotového řetězce. Aby bylo možné umělou inteligenci skutečně začlenit do všech aspektů života spotřebitelů a produktivity podniků, je třeba pracovní zátěž přesunout i na zařízení na okraji sítí, tedy tzv. edge zařízení. Tato nutnost staví „edge AI“ do centra pozornosti jako další zásadní krok pro vytvoření robustnějšího prostředí pro využití umělé inteligence.

Na rozdíl od „tradiční“ umělé inteligence, která se spoléhá na centralizované výpočetní činnosti prováděné ve velkých datových centrech, zahrnuje edge AI nasazení algoritmů a modelů umělé inteligence lokálně, přímo na hardwarových zařízeních uživatele, která fungují jako sběrače a procesory dat. To zahrnuje zařízení, jako jsou chytré telefony, nositelná zařízení a senzory. Příkladem mohou být chytré telefony s umělou inteligencí, které poskytují přesné konverzační překlady v reálném čase, nebo autonomní vozidlo, které v reálném čase zpracovává data ze senzorů při plnění úkolů, jako je udržování vozidla v jízdním pruhu, detekce objektů a předcházení srážkám.

Pro vyhodnocení převratného potenciálu edge AI ve srovnání s centralizovaným modelem je důležité pochopit dva hlavní typy výpočetních činností při použití umělé inteligence: trénování a inferenci. Trénováním se rozvíjí inteligence v rámci modelu umělé inteligence a jeho součástí je zadávání velkých souborů dat. Model analyzuje obrovské množství poskytnutých informací a učí se rozpoznávat vzorce a korelace, podobně jako se robot s umělou inteligencí učí zvedat závaží. Jakmile je model umělé inteligence řádně vycvičen, je schopen předpovídat, rozhodovat a vyvozovat závěry ze zcela nových dat, aniž by pro získání požadovaného výstupu bylo nutné umělé inteligenci předkládat další vstupní údaje. Je to podobně, jako když robot s umělou inteligencí plní úkol spočívající ve zvedání neznámého břemene, pro který nebyl speciálně vycvičen. Tento proces se nazývá inferencí, tj. odvozování. Během této fáze je model aktivní a plní úkoly v reakci na požadavky uživatele.

Téměř všechny reálné aplikace umělé inteligence se opírají o inferenci a mezi nejčastější příklady patří velké jazykové modely (LLM), jako je ChatGPT, prediktivní analýza a zákaznická podpora. Moderní technologie se spoléhá na provádění inferencí umělé inteligence na centralizované úrovni, ale to má svá omezení spojená s vysokými náklady na infrastrukturu a přenos dat, zpožděnou odezvou a přetížením sítě v důsledku přenosu dat ze zařízení a do něj a s obavami ohledně ochrany osobních údajů, protože odesílání citlivých dat po sítích zvyšuje riziko narušení zabezpečení údajů a riziko kybernetických útoků. Tato omezení výrazně omezují rozsah možných aplikací, které lze v prostředí s umělou inteligencí vyvíjet. Aplikace tedy nuceně zůstávají na velmi základní úrovni, která není daleko od současného stadia vývoje. Edge AI nabízí řešení těchto problémů, protože poskytuje možnost rozložit inferenci v síti mezi datová centra, edge servery a hardwarová zařízení.

Vzhledem k tomu, že investoři začali svou expozici v oblasti umělé inteligence rozšiřovat od základních nástrojů, takzvaných „enablerů“, je pravděpodobné, že se jejich pozornost upne také na edge AI. Přestože má edge AI širokou škálu použití, uvedení spotřebních výrobků s tímto modelem umělé inteligence na trh představuje příležitost pro rozšíření edge AI na masový trh, a proto očekáváme, že ve střednědobém horizontu bude právě tato oblast uplatnění dominovat. Několik podniků nedávno oznámilo uvedení nových produktů, mezi nimiž jsou nové chytré telefony

označované jako „inteligentní telefony“ a počítače s umělou inteligencí. Na rozdíl od kritizovaného nedostatku inovací v posledních několika letech jsou inteligentní telefony připraveny zásadně změnit způsob, jakým komunikujeme se svými telefony, a druh úkolů, které s nimi můžeme provádět. Podle Bank of America umožní povědomí zařízení o kontextu zajistit vynikající osobní asistenci, zpracování jazyka, monitorování zdravotního stavu a prediktivní upozornění na zdravotní stav, pokročilé zpracování obrazu a rozpoznávání objektů, lepší zabezpečení, lepší správu baterie, zážitky v rozšířené/virtuální realitě a další přizpůsobitelné využití. Příslušné podniky mají příležitost významně zlepšit své podnikání tím, že se zapojí do probíhajícího několikaletého cyklu výměny zařízení a urychlí jej, získají vyšší ceny za nová zařízení a využijí nových příležitostí ke zvýšení příjmů díky funkcím dostupným v zařízení a díky „veleúspěšným aplikacím“. Zavedení takových zařízení a služeb je pro investory způsobem, jak výběrem podniků stojících v popředí tohoto vývoje naskočit na vlnu edge AI. Alternativně je možné investovat do podniků navrhujících a vyrábějících čipy, senzory a zařízení pro výrobu čipů a do firem nabízejících pokročilá softwarová řešení.

INVESTICE DO DLUHOPISŮ

NÁŠ NÁPAD: ZPOMALUJÍCÍ INFLACE PODPORUJE TRHY DLUHOPISŮ

V posledních několika týdnech údaje o inflaci v USA a Evropě vypovídaly o postupném zpomalování a přibližování se k cílům centrálních bank. Ceny koše spotřebního zboží v USA vzrostly v červnu ve srovnání se stejným měsícem loňského roku o 3 %. Jádrová inflace, která nezahrnuje nejvíce volatilní složky koše, dosahuje 3,3 %, což jsou nejnižší hodnoty od dubna 2021. Další zpomalení vykazaly zejména ceny služeb, které jsou složkou v posledních měsících nejvíce postiženou růstem cen. Na naší straně oceánu jsou údaje ještě povzbudivější: v červnu vzrostly spotřebitelské ceny v eurozóně ve srovnání se stejným měsícem předchozího roku o 2,5 %. To není daleko od 2% cíle Evropské centrální banky (ECB).

Vedle restriktivní politiky centrálních bank se na poklesu inflace podílí i pokles cen některých komodit, které předtím dosáhly svých letošních maxim. Zejména měď se nyní na londýnské burze obchoduje za méně než 10 000 USD za tunu, zatímco na konci května to bylo téměř 11 000 USD, a ropa WTI se pohybuje kolem 80 USD za barel ve srovnání s 87 USD na konci dubna. Od začátku roku prudce klesly také ceny zemědělských komodit, jako je pšenice a kukuřice.

Z makroekonomického hlediska nové údaje zveřejněné v průběhu měsíce potvrzují, že americká ekonomika je stále silná a vykazuje určité náznaky normalizace, zatímco evropská ekonomika je slabá, ale nepotýká se s výraznějšími problémy. V této souvislosti mohou inflace a hospodářský růst centrálním bankám umožnit zmírnit zpříšňování měnové politiky, které bylo nezbytné k vyrovnání se s růstem cen po covidové pandemii. ECB se sice k dalším krokům formálně nezavázala, ale cyklus snižování sazeb již zahájila na měnověpolitickém zasedání na začátku června. Termínové trhy nyní odhadují, že Federální rezervní systém přistoupí k prvnímu snížení sazeb na svém zasedání v druhé polovině září.

Z této makroekonomické situace těžily trhy dluhopisů. Výnos desetiletých amerických státních dluhopisů klesl ze 4,60 % na konci března na méně než 4,20 % v polovině července. Podobný pohyb zaznamenal i výnos desetiletých německých dluhopisů, který se zhruba o 30 bazických bodů snížil přibližně na 2,40 %. Domníváme se, že dluhopisy vydávané nejstabilnějšími a nejbezpečnějšími emitenty budou i nadále těžit ze zpomalující se inflace a z ní vyplývajícího uvolňování měnové politiky centrálních bank.

Pokud jde o evropský trh dluhopisů, i ten byl v průběhu června výrazně ovlivněn výsledkem evropských voleb. Zejména ve Francii, ale i v dalších evropských zemích, uspěly ve volbách strany s programy, které slibují výrazné zvýšení veřejných výdajů, a spíše s nacionalistickou rétorikou než rétorikou zaměřenou na pospolitost. To vedlo k rozšíření rozpětí mezi výnosy cenných papírů nejvíce zadlužených a fiskálně méně opatrných emitentů a výnosy cenných papírů nejsolidnějších států s přísnější fiskální politikou (např. Německo, Nizozemska, Irska). Následný překvapivý krok francouzské hlavy státu Emmanuela Macrona vyhlásit předčasné celostátní volby zvýšil nejistotu a přispěl k volatilitě rozpětí mezi výnosy francouzských a německých státních dluhopisů. Francouzské volby však nemají jediného vítěze a je pravděpodobné, že budoucí vládní koalice bude zahrnovat umírněnější strany a že předpoklady výdajů budou revidovány s ohledem na konzervativnější postoje.

Domníváme se, že současná úroveň spreadu francouzských a německých dluhopisů odráží makroekonomické základy francouzského státu přesněji než před několika týdny a že návrat k úrovni rozpětí podobající se té před volbami je přinejmenším v krátkodobém horizontu nepravděpodobný. Dluhopisy nejzadluženějších zemí mohou čekat nové fáze volatility. Pro opatrnější klienty proto raději volíme bezpečnější emitenty a kratší splatnost.

U podnikových dluhopisů v eurozóně jsme v červnu zaznamenali rozšíření úvěrového rozpětí v souvislosti s výsledky evropských voleb a následných všeobecných voleb ve Francii. Toto zvýšení však bylo jen krátkodobé a úroveň rozpětí se již vrátila na hodnoty z konce května. Navzdory ocenění, které je v historickém srovnání stále relativně vysoké, se domníváme, že evropské úvěry mohou našim klientům stále nabízet dobré příležitosti.

Základní ukazatele podniků zůstávají silné, s relativně nízkou úrovní zadlužení a v průměru dostatečnou likviditou, která jim umožní překonat budoucí ekonomickou nejistotu nebo napětí na finančních trzích. Pro úvěry hovoří také technická analýza. V první polovině roku byl příliv investic do této třídy aktiv velmi pozitivní a nabídka nových emisí byla snadno absorbována. Výběr emitentů v podnikovém sektoru bude i nadále klíčový, protože trh zůstává nadále volatilní, zejména vzhledem k nejistotě týkající se makroekonomických proměnných a geopolitického napětí.

Závěrem lze říct, že aktiva s pevným výnosem jako celek, zejména pak státní dluhopisy s vyšším úvěrovým ratingem a podnikové dluhopisy investičního stupně denominované v eurech, nadále vidíme konstruktivně. Preferujeme také taktickou správu durace, rozpětí státních dluhopisů a úvěrových rozpětí.

Ve vyvážených portfoliích dluhopisy s pevným výnosem opět přispívají ke stabilizaci díky pozitivnímu výnosu do splatnosti a kuponovým platbám. V případě zvýšeného geopolitického napětí a možného poklesu akciových trhů může být dluhopisová složka navíc bezpečným útočištěm a cenným spojencem, který chrání před volatilitou.

VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	19. 7. 23	19. 7. 19	17. 7. 20	19. 7. 21	19. 7. 22	19. 7. 23	19. 7. 19	1. 1. 24
Do	19. 7. 24	19. 7. 20	19. 7. 21	19. 7. 22	19. 7. 23	19. 7. 24	19. 7. 24	19. 7. 24
Aktiové indexy (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	19,6	6,8	32,2	-9,9	18,6	19,6	79,6	13,4
MSCI Emerging Markets (v USD)	10,2	3,1	27,5	-23,2	7,5	10,2	18,8	8,5
MSCI US (v USD)	23,2	10,9	35,3	-8,3	18,1	23,2	99,9	15,9
MSCI Europe (v EUR)	13,4	-2,1	21,9	-0,2	12,8	13,4	52,9	9,1
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	12,7	6,4	25,5	-20,5	10,6	12,7	30,1	9,9
STOXX Europe 600 (v EUR)	13,6	-0,9	22,3	-1,7	12,7	13,6	53,1	9,2
DAX 40 (Německo v EUR)	12,1	5,7	17,1	-12,1	21,0	12,1	48,2	8,5
MSCI Italy (v EUR)	26,7	-8,1	17,8	-5,1	38,1	26,7	84,6	17,8
ATX (Rakousko, v EUR)	20,9	-21,1	48,7	-6,5	13,2	20,9	51,0	12,4
SMI (Švýcarsko, v CHF)	12,2	7,5	17,4	-3,6	3,1	12,2	42,9	12,7
S&P 500 (USA, v USD)	23,2	9,8	34,1	-6,2	18,0	23,2	100,7	16,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	25,6	10,2	23,8	-0,6	24,8	25,6	105,8	20,8
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-4,9	23,3	14,4	-14,7	-7,5	-4,9	4,0	5,3
Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	0,7	17,4	-2,9	-13,8	-2,5	0,7	-4,2	-0,7
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	2,4	11,4	-2,2	-10,8	-1,4	2,4	-2,4	0,2
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	6,3	11,0	3,4	-14,8	2,3	6,3	5,8	1,5
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	2,8	1,5	-0,1	-13,6	-7,4	2,8	-17,0	-1,9
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	4,0	2,1	0,9	-13,1	-5,4	4,0	-12,2	-0,7
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	6,6	-0,3	3,5	-12,2	-0,6	6,6	-4,3	1,3
Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	39	-141	55	184	72	39	219	37
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	4	-148	33	241	103	4	240	28
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-21	-116	-13	279	71	-21	209	17
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-4	-13	5	165	118	-4	278	41
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-9	-19	-4	179	114	-9	266	36
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-55	23	-46	278	98	-55	306	18
Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-34	27	-53	61	-26	-34	-25	-11
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-81	163	-230	166	-121	-81	-98	-25
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-32	20	-33	88	-31	-32	12	-22
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-96	127	-189	306	-173	-96	-28	-56
Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)								
Libor (USD, 3 měsíce)	-6	-201	-14	260	286	-6	329	-5
Euribor (EUR, 3 měsíce)	0	-7	-11	59	360	0	407	-21
Směnné kurzy eura (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	-2,7	1,9	3,0	-12,9	9,5	-2,7	-3,0	-1,4
Britská libra (EUR-GBP)	-3,0	1,4	-5,7	-0,7	1,9	-3,0	-6,0	-3,0
Švýcarský frank (EUR-SFR)	0,6	-2,8	0,8	-8,5	-2,9	0,6	-12,2	4,6
Japonský jen (EUR-JPY)	9,8	1,4	5,3	9,3	11,2	9,8	41,9	9,8
Komodity (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	21,1	24,5	-2,1	-6,1	15,5	21,1	59,5	15,9
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	5,2	-3,6	42,3	-9,8	1,5	5,2	33,0	3,6
Zlato (v USD za ryzí unci)	22,2	27,0	-0,1	-5,2	15,3	22,2	68,4	16,6
Ropa (Brent, v USD za barel)	5,5	-30,1	59,0	56,3	-26,0	5,5	35,0	8,2

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 19. 7. 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 19. červenci 2024.



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



Adresa
Želetavská 1525/1
140 92 Praha 4 – Michle



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions