



# Změny v politikách a politické toky

Snížení sazeb a volby v USA  
pod drobnohledem

Investiční strategie skupiny

Výhled č. 7/2024

# Index

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



# Souhrnný přehled



## MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Americká ekonomika nadále vykazuje známky zpomalování, zejména pokud jde o trh práce a inflaci. Zatímco míra nezaměstnanosti se v srpnu mírně zlepšila, růst počtu pracovních míst mimo zemědělský sektor byl slabší, než se očekávalo, a zároveň byla revidována čísla za předchozí měsíce. Navzdory revizi vyhlídek růstu však zůstávají očekávání měkkého přistání americké ekonomiky nedotčena. Inflace rovněž zpomaluje a její celková míra se v porovnání se stejným obdobím loňského roku snížila vlivem nižších cen energií. Jádrová inflace, která nezahrnuje energie a potraviny, zůstává kvůli přetrvávajícím tlakům v sektoru služeb stabilní. Ukazatele nicméně naznačují, že inflace ve službách bude v nadcházejících měsících pravděpodobně postupně klesat. V eurozóně pokračuje hospodářské oživení pomalým tempem, skromný růst je dílem sektoru služeb. Inflace se v srpnu snížila, zejména díky nižším nákladům na energie, jádrová inflace ale zůstává zvýšená a odráží mzdové tlaky. Čínská ekonomika se mezitím nadále potýká s nízkým růstem a rostoucím rizikem deflace. Vidíme to na tom, že průmyslová výroba a maloobchodní prodeje v srpnu zaostaly za očekáváním.



## MĚNOVÁ POLITIKA A CENTRÁLNÍ BANKY

Americký Federální rezervní systém (Fed) zahájil očekávaný cyklus snižování úrokových sazeb, když v září snížil sazby ve větším rozsahu, než řada ekonomů očekávala. K tomuto rozhodnutí vedlo nedávné zpomalení inflace a vývoj na trhu práce. Podle předsedy Fedu Jeroma Powella tyto trendy odůvodňují změnu měnové politiky, ačkoli americká ekonomika zůstává v zásadě v dobré kondici. Prognózy růstu Fedu počítají se stabilní ekonomickou výkonností a očekávají, že inflace bude nadále směřovat k cíli centrální banky. Očekává se, že budoucí úpravy sazeb budou postupné a tempo snižování bude záviset na přicházejících ekonomických datech. Podobně v září snížila úrokové sazby i Evropská centrální banka (ECB). Navzdory některým úpravám ve svých prognózách inflace a hospodářského růstu zůstává ECB optimistická v tom, že se inflace v nadcházejících letech vrátí na cílovou úroveň. Centrální banka však naznačila, že na svém příštím zasedání může snižování sazeb pozastavit, protože k dalšímu rozhodování potřebuje další ekonomická data. Počítá se přitom s tím, že se sazby dále sníží ještě do konce tohoto roku.



## FINANČNÍ TRHY

V srpnu zůstala nálada na trzích pozitivní i přes období zvýšené volatility způsobené obavami z možného zpomalení americké ekonomiky a zvýšení úrokových sazeb japonskou centrální bankou. Zpočátku jsme na akcích viděli výprodej, který se ale díky očekávanému snížení úrokových sazeb ze strany Fedu a dobrým hospodářským výsledkům firem za druhé čtvrtletí rychle otočil. Do poloviny září zaznamenaly americké a evropské akcie výrazné zisky. Investiční nástroje s pevným výnosem těžily z počáteční volatility, protože investoři hledali bezpečná aktiva. Hlavní pozornost se nadále soustředí na nadcházející normalizaci výnosové křivky v podobě výraznějšího poklesu krátkodobých výnosů – vlivem očekávaného snižování úrokových sazeb centrálními bankami – a díky relativně stabilním dlouhodobým výnosům, ve kterých se odráží očekávaný hospodářský růst. Cena ropy klesla v důsledku celosvětových obav z hospodářského vývoje, a to i přes prodloužení nižší produkce v zemích OPEC+, i když zvýšené geopolitické napětí z poslední doby ceny částečně podpořilo. V důsledku očekávaného snížení sazeb ze strany Fedu významně vzrostly ceny zlata. Současně s tím ze stejných důvodů, tedy očekávaného vývoje úrokových sazeb, posílilo euro proti americkému dolaru.





# Dopis investičních ředitelů

Na svém posledním zasedání Federálního výboru pro volný trh (FOMC) americký Federální rezervní systém (Fed) podle všeobecných očekávání poprvé od roku 2020 snížil úrokové sazby. Po bouřlivé diskusi na trzích před tímto zasedáním o tom, zda Fed sníží sazby o 25 bazických bodů (bps), nebo o 50 bps, kdy se trhy v poslední době přikláněly k druhé možnosti, Fed oznámil cyklus snižování sazeb po 50 bps. Guvernér Fedu Jerome Powell k tomu řekl: „Trh práce je v dobré kondici a dnešním krokem se chceme postarat o to, aby to tak i zůstalo.“ Jinými slovy řečeno, Fed chce mít jistotu tzv. „**měkkého přistání**“<sup>1)</sup>. Globální akciové trhy reagovaly na rozhodnutí Fedu převážně pozitivně. Je to dobrá zpráva, protože trhy si toto výrazné snížení úrokových sazeb nevyložily jako signál zhoršující se ekonomické situace.

Trhy si nyní musejí odpovědět na tyto otázky: O kolik se úrokové sazby v současném cyklu snižování sazeb celkově sníží? A jak rychle se Fed k takovému cíli přiblíží? Trhy v současné době počítají s možností, že by Fed mohl do roku 2026 snížit úrokové sazby v dalších osmi krocích po 25 bazických bodech, tzn. celkem o dva procentní body. Trhy tedy počítají s cílem v rozmezí od 2,5 % do 3 %. Trh navíc očekává, že polovina tohoto poklesu proběhne do ledna 2025. Samotné prognózy Fedu jsou poněkud opatrnější – medián očekávání hovoří pouze o dvou dalších sníženích sazeb do konce roku 2024 a celkem čtyřech sníženích sazeb v nadcházejícím roce. Trhy a medián očekávání guvernérů Fedu se od sebe příliš neliší, pokud jde o prognózu konce cyklu snižování sazeb. Fed počítá se snížením na 2,875 % do roku 2026. Tato hodnota mimochodem odpovídá také dlouhodobému rovnovážnému očekávání Fedu. Často se o ní hovoří jako o „neutrální sazbě“, tzn. úrokové sazbě, při které zůstává míra inflace v ekonomice fungující ve střednědobém horizontu na plnou kapacitu stabilní a která zjednodušeně řečeno nemá na ekonomiku ani stimulační, ani tlumicí účinek.

Trh se proto ve stále větší míře přiklání ke scénáři „měkkého přistání“ jako k nejpravděpodobnější variantě. Tento pohled není nový a převažoval již v loňském roce a na začátku roku 2024. V průběhu první poloviny letošního roku však opakovaně zaznívaly názory, že nemusí dojít k „žádnému přistání“, že se tedy centrální bance podaří stlačit inflaci na 2% cíl, aniž by zároveň došlo k významnému zpomalení ekonomické aktivity. Slabá data z amerického trhu práce v poslední době však znovu ukazovala na možnou recesi. Dnes však téměř nic nenasvědčuje tomu, že by recese měla přijít, protože ekonomika USA zůstává ve velmi dobré kondici.

Situace v Evropě je naproti tomu poněkud odlišná. Naděje, že by se zejména německá ekonomika mohla po několika letech cenových otřesů na energetickém trhu v tomto roce znovu postavit na nohy, se (zatím) nenaplnily – a to i přesto, že cena ropy je nyní zpět na stejné úrovni jako před začátkem války na Ukrajině. Ačkoli se recese neočekává ani v eurozóně, ani v Německu, konsenzus (medián očekávání analytiků) se nadále přiklání k nízkému růstu. V případě eurozóny se v nadcházejících čtvrtletích očekává čtvrtletní růst o 0,3 % až 0,4 % (tzn. anualizovaně o 1,2 % až 1,6 %), zatímco v Německu se očekává růst pouze o 0,2 % až 0,3 % (anualizovaně o 0,8 % až 1,2 %). Vyšší růst než v Německu se očekává v Itálii i ve Francii.

Jak evropské, tak zejména německé akcie jsou však neobvykle robustní. DAX od začátku roku vzrostl přibližně o 12 % a index STOXX Europe 600, který zahrnuje 600 největších evropských akcií, vykázal rovněž dvouciferné zisky (celkový výnos viz tabulka).

<sup>1)</sup> Jako měkké přistání se označuje fáze zpomalení hospodářského růstu bez upadnutí ekonomiky do recese. Tvrdým přistáním se naopak označuje náhlé a prudké zpomalení ekonomiky, které obvykle skončí recesí.

Také index Nikkei se do určité míry vzpamatoval z letního oslabení a od začátku roku vzrostl v japonských jenech přibližně o 14 % (viz tabulka). Americké trhy jsou však mezi hlavními světovými akciovými trhy na prvním místě. Index S&P 500 si v roce 2024 v amerických dolarech připsal téměř 21 % (viz tabulka). Překvapivě dobrá výkonnost evropských akcií navzdory neuspokojivé makroekonomické situaci by mohla vést k nejistotě na straně investorů, domníváme se však, že to lze vysvětlit: Akciové trhy ne vždy odrážejí domácí hospodářskou situaci. Jak známo, DAX odráží výkonnost 40 největších německých akciových společností, mezi nimiž jsou kromě velkých průmyslových titulů (z nichž některé byly poměrně slabé, například z automobilového a chemického průmyslu, jiné naopak patřily k nejúspěšnějším, například z odvětví výroby zařízení a strojů) také společnosti z finančního sektoru a technologického segmentu (oběma se letos dařilo).

Výkonnost akciových trhů je ovlivněna očekávaným rychlým růstem zisků v nadcházejících letech. V roce 2025 se očekává, že zisky německých společností porostou o 13 % a v následujícím roce o 10 %, což je oproti slabším rokům 2023 a 2024, ve kterých zisky téměř nerostly, respektive nerostou, významně lepší výsledek. Tempem očekávaného růstu zisků se tak německé společnosti téměř vyrovnají silným číslům amerických společností (16 % v roce 2025 a 10 % v roce 2026). V každém z následujících dvou let se u evropských společností očekává nárůst zisku o 8 %. Současně s tím není nijak vysoké ani ocenění, měřeno poměrem cena/zisk (ukazatel P/E), evropských a německých společností. Průměrné hodnoty P/E zhruba odpovídají dlouhodobému průměru. Za předpokladu, že nedojde ke zvýšení hodnoty P/E, by měly akciové indexy růst v souladu s růstem zisků. U evropských indexů by to odpovídalo výnosu necelých 10 %, zatímco u amerických společností by se mohl výnos zvýšit dokonce o něco málo přes 10 %. Stabilní hodnoty P/E by však byly z hlediska historických standardů ve fázi rostoucích zisků a současně klesajících reálných výnosů (centrální banky budou pokračovat ve snižování úrokových sazeb, zatímco míra inflace pravděpodobně zůstane stabilní) spíše neobvyklé. Na základě historických zkušeností je tak možné v takovém případě dokonce očekávat mírný nárůst hodnoty P/E.

Jestliže se naplní základní scénář, z něhož vycházejí současná tržní očekávání růstu ekonomiky a zisků, jeví se očekávané výkonnosti globálních akciových portfolií v rozmezí 8–10 % a portfolií s pevným výnosem s dobrým úvěrovým ratingem v rozmezí 3–5 % v následujících 12–18 měsících jako zcela reálné. V případě rizikového scénáře by se však tato očekávání mohla ukázat jako příliš optimistická, protože není pochyb o tom, že americká ekonomika se nachází ve fázi zpomalování (proto také Fed začal se snižováním úrokových sazeb). Jak jsme již uvedli, očekávání trhů počítají s „měkkým přistáním“. Není však jisté, zda se Fedu skutečně podaří zpomalení včas zastavit a zabránit recesi. Zvýšenou nejistotu vyvolávají také volby v USA (viz část Zaměřeno na...). Rizika, zejména pro evropské trhy, mohou vyplývat také z neuspokojivého hospodářského vývoje v Číně. Další pokles poptávky po zboží z Evropy v Číně by mohl mít nepříznivý dopad na exportní ekonomiku. Existuje také řada geopolitických rizik (válka na Ukrajině, Blízký východ a napětí mezi Tchaj-wanem a Čínou), která by se mohla ukázat jako negativní faktory. Z těchto důvodů v současné době zachováváme neutrální váhu akcií a preferujeme defenzivní akciové strategie. V současnosti se zdá, že na cykličtější a optimističtější přístup k akciovým investicím je příliš brzy. Hospodářský vývoj v USA a Evropě, ale i v Číně by se měl nejprve spolehlivěji obrátit k lepšímu.

**MANUELA D'ONOFRIO**, ředitelka oddělení investiční strategie skupiny UniCredit S.p.A.

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

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, investiční ředitel UniCredit S.p.A., Itálie

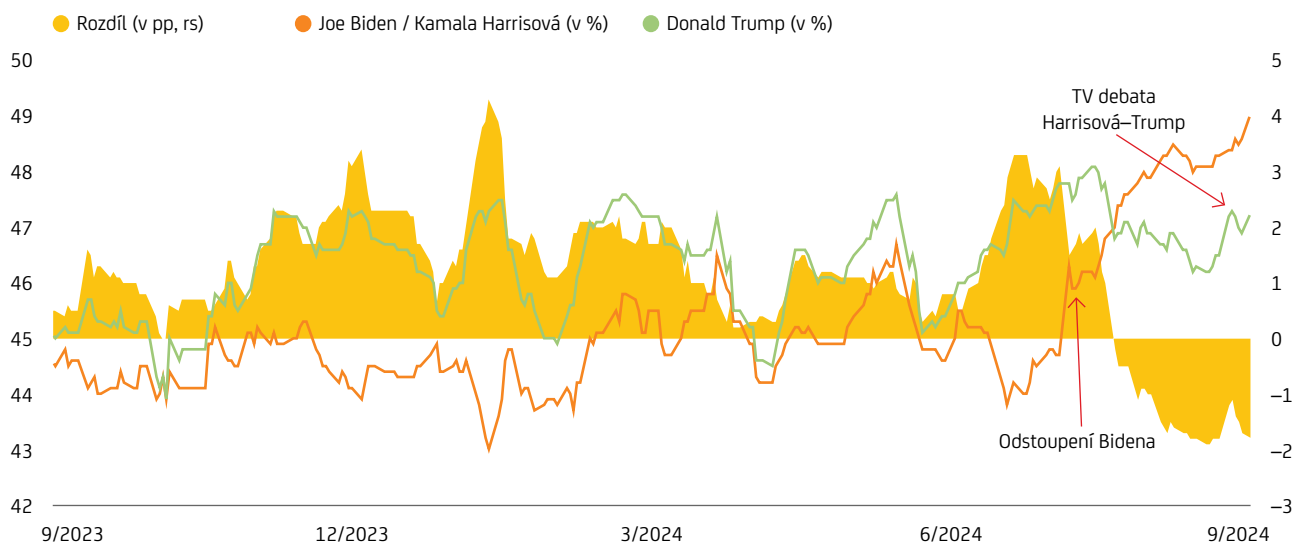
**OLIVER PRINZ**, investiční ředitel UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG, Rakousko

# Pohled zblízka

Volební kampaň v USA vstupuje do své finální fáze

Prezidentská kampaň v USA vstoupí v říjnu do své rozhodující fáze. Postoje obou politických táborů k různým oblastem politiky jsme již analyzovali v květnovém vydání našeho měsíčníku. Po obsahové stránce přinesly uplynulé týdny jen minimum nových poznatků. Od července, kdy kandidát demokratů Joe Biden oznámil, že se nebude ucházet o další funkční období, a po televizní debatě s bývalým prezidentem a kandidátem republikánů Donaldem Trumpem odstoupil z prezidentského klání ve prospěch své viceprezidentky Kamaly Harrisové, se však volební vyhlídky demokratů významně zlepšily. Harrisová od začátku srpna vede v celostátních průzkumech, byť její náskok před Trumpem není nikterak výrazný a stále se dá očekávat těsný souboj (viz graf 1). Jestliže Harrisová 5. listopadu vyhraje volby, ve kterých se bude volit také celá Sněmovna reprezentantů a přibližně třetina ze 100 křesel v Senátu, stane se v USA historicky první ženou v úřadu prezidenta.

## 1. HARRISOVÁ OD ZAČÁTKU SRPNA VEDE V CELOSTÁTNÍCH PRŮZKUMECH



Poznámka: Graf znázorňuje průměrné hodnoty z mnoha průzkumů. RealClearPolitics shromažďuje průzkumy od různých institutů pro výzkum veřejného mínění a vypočítává z nich průměrnou hodnotu. To má kompenzovat náhodné odlehle hodnoty nebo systematická zkreslení výsledků jednotlivých institutů.  
Zdroj: RealClearPolitics, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 15. 9. 2023 – 15. 9. 2024

Jednou ze zvláštností amerického volebního systému je to, že kandidát může získat nejvíc hlasů v celé zemi (lidové hlasování), a přesto volby prohrát. Prezident USA není volen přímo lidem, ale nepřímo **Sborem volitelů**<sup>2)</sup> 41 dní po oficiálním datu voleb v tajném hlasování prostou většinou. Jestliže kandidát získá v daném státě nejvíc hlasů, obdrží, až na několik výjimek, všechny hlasy voličů v tomto státě. Volební kampaň se proto soustředí na několik málo států, kde se volby pravděpodobně rozhodnou, tzv. swing states: Arizona, Georgia, Michigan, Nevada, Severní Karolína, Pensylvánie a Wisconsin. Podle většiny průzkumů jsou v současné době rozdíly mezi kandidáty v rozhodujících státech velmi malé a někdy se pohybují v rozmezí statistické chyby.

<sup>2)</sup> Celkem je 538 volitelů, kteří jsou rozděleni podle počtu obyvatel mezi 50 federálních států a Washington D.C.

## Ostrá výměna názorů v televizní debatě 10. září

V úterý 10. září došlo k ostrému střetnutí obou kandidátů v televizní debatě ve Filadelfii. Harrisové se opakovaně podařilo dostat Trumpa do defenzivy, zejména v otázkách jeho postoje k potratům, trestnímu řízení a zahraniční politice. Zdá se, že její strategie cíleného popichování slavila úspěch: podle **průzkumu televizní stanice CNN**<sup>3)</sup> se 63 % respondentů domnívá, že z televizní debaty vyšla vítězně Harrisová. Ta krátce před debatou zveřejnila svůj volební program. Zatímco Harrisové „nová cesta vpřed“ by do značné míry znamenala „kontinuální pokračování“ v Bidenově politice, ohledně nového funkčního období Trumpa panuje velká nejistota. Zároveň je potřeba poznamenat, že realizace legislativní agendy jednou či druhou stranou bude zásadně záviset na tom, která strana ovládne Kongres. Fiskální iniciativy obvykle vyžadují schválení Kongresem, zatímco obchodní politiku je možné řídit převážně formou exekutivních nařízení. Podle současných průzkumů není pravděpodobné, že by demokraté nebo republikáni **disponovali většinou v obou komorách**<sup>4)</sup>.

V televizní debatě se opět ukázalo, že stav americké ekonomiky má zásadní význam pro výsledek voleb 5. listopadu. Pokud jde o obchodní politiku, vše ukazuje na protekcionismus – a to bez ohledu na to, kdo usedne v Bílém domě. Jako zastánce agresivní, vysoce protekcionistické obchodní politiky, zejména vůči Číně, chce Trump zavést dodatečná cla ve výši 10–20 % na veškerý dovoz do USA, včetně dovozu od spojenců, a 60 % (nebo více) na dovoz z Číny. Trumpova obchodní politika je v tomto ohledu výrazně protekcionističtější než obchodní politika Harrisové. I demokraté však považují v rostoucí míře ekonomiku za zásadní součást národní bezpečnosti a Čínu za její největší hrozbu. Bidenova vláda zachovala většinu dovozních cel zavedených Trumpem. Pokračující tvrdý postoj USA vůči Číně by rovněž poškodil eurozónu (a v ní pravděpodobně nejvíc německou ekonomiku orientovanou na vývoz), která se stále potýká s **chabým hospodářským oživením**<sup>5)</sup>, o eskalaci obchodního konfliktu nemluvě. Pokud jde o **daňovou politiku**<sup>6)</sup>, sazba daně z příjmu právnických osob pro společnosti v USA by v případě úspěchu Harrisové mohla vzrůst ze současných 21 % na 28 %, zatímco Trump prosazuje její snížení na 15 % pro společnosti, které vyrábějí v USA. V krátkodobém horizontu by rozšíření těchto daňových škrtů mohlo být prospěšné pro zisky firem a mít pozitivní dopad na americký akciový trh. V dlouhodobějším horizontu by však pravděpodobně vedly k prohloubení amerického vládního dluhu, který za současné administrativy narostl na zhruba 35 bilionů USD – a tím případně k tzv. **medvědímu napřímení**<sup>7)</sup> výnosové křivky v USA. To by prodražilo obsluhu dluhu a dále omezilo manévrovací prostor na fiskální úrovni. Trumpův ekonomický program by **zažehl inflaci**<sup>8)</sup> (za předpokladu, že by ho realizoval tak, jak oznámil).

## Americké akcie zůstávají základní součástí vyvážené a diverzifikované alokace aktiv

Ačkoliv tedy platí, že vítězství republikánů (zejména pokud ovládnou i Kongres) představuje riziko z hlediska očekávané inflace a výnosů amerických státních dluhopisů, americké akcie zůstávají základní součástí vyvážené a diverzifikované alokace aktiv bez ohledu na výsledek voleb. Za posledních deset let si široký americký akciový trh (MSCI USA) vedl významně lépe než většina indexů jiných průmyslových zemí nebo regionů, jako je jeho evropský protějšek (MSCI Europe) nebo odpovídající index rozvíjejících se trhů (MSCI Emerging Markets, viz graf 2).

<sup>3)</sup>Odkaz na příslušnou tiskovou zprávu stanice CNN: <https://edition.cnn.com/2024/09/11/politics/election-poll-trump-harris-debate/index.html>

<sup>4)</sup>Kongres USA tvoří dvě zákonodárné komory: Senát a Sněmovna reprezentantů.

<sup>5)</sup>Ve druhém čtvrtletí vzrostl hrubý domácí produkt (HDP) Číny pouze o 4,7 % a není jisté, že se podaří splnit oficiální cíl růstu kolem 5 % bez rozsáhlého balíčku hospodářských stimulů (viz také část Hospodářská situace a trhy).

<sup>6)</sup>Harrisová chce však zdanit realizované kapitálové zisky sazbou 28 %, což je o dobrých deset procentních bodů méně než Biden.

<sup>7)</sup>Medvědí napřímení je termín, jenž se používá k popisu napřímení výnosové křivky, ke kterému dochází, když dlouhodobé úrokové sazby rostou rychleji než krátkodobé.

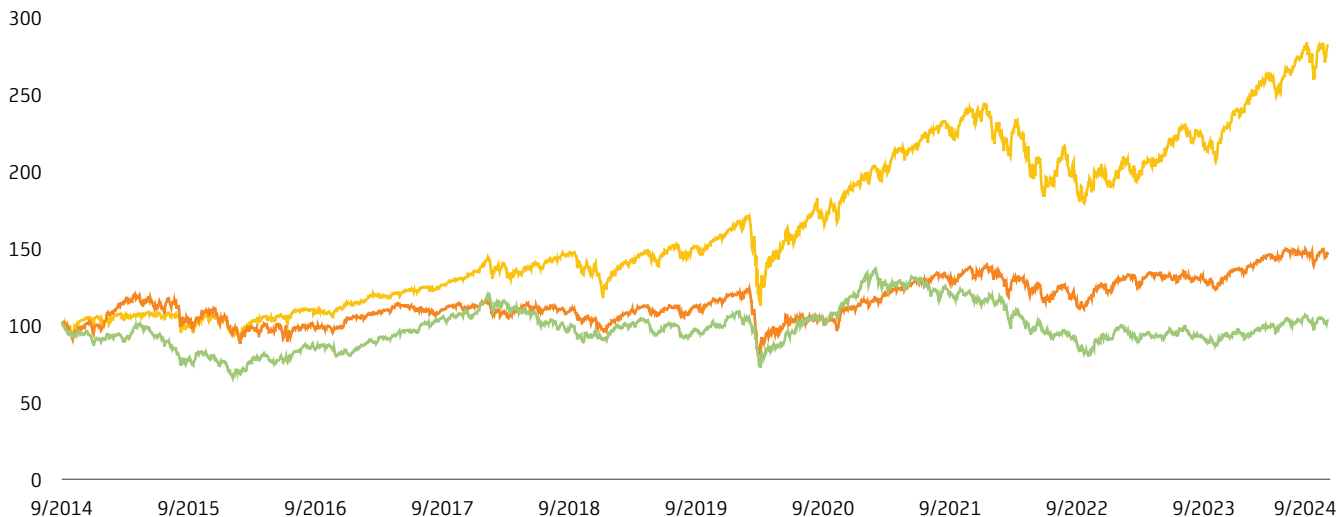
<sup>8)</sup>Také Trumpova imigrační politika by v případě důsledné realizace pravděpodobně vedla k vyšší inflaci.



## 2. VYSOKÁ VÝKONNOST ŠIROKÉHO AMERICKÉHO AKCIOVÉHO TRHU V POSLEDNÍCH LETECH

● MSCI USA (v USD) ● MSCI Europe (v EUR) ● MSCI Emerging Markets (v USD)

Indexováno (15. 9. 2014 = 100)



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

Zdroj: Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit, sledované období: 15. 9. 2014 – 15. 9. 2024

Vzhledem k tomu, že hospodářský růst v USA v posledních letech překonal růst v eurozóně, především demografické faktory a produktivita (mimo jiné) se pravděpodobně postarají o to, že se to v dohledné době jen tak nezmění. Na rozdíl od eurozóny, Japonska nebo Číny se podle prognóz OSN počet lidí v produktivním věku v USA v příštích desetiletích nesníží. Ve prospěch atraktivity amerického akciového trhu hovoří také velký počet globálních tržních lídrů a inovativních růstových společností. Velkou část tržní kapitalizace indexu MSCI USA tvoří technologický sektor a několik vysoce ceněných **firm s tržní kapitalizací přes 200 miliard dolarů**<sup>9)</sup>. Bez ohledu na to, kdo v budoucnu usedne v Bílém domě, všechno nasvědčuje tomu, že po nich bude i nadále poptávka. Jedním z důvodů je také umělá inteligence (AI), která je motorem masivního investičního cyklu, jenž pravděpodobně povede ke zvýšení produktivity a k úspoře nákladů. Domníváme se proto, že i přes nejistotu spojenou s volbami v USA je vhodné, aby si investoři ve svých portfoliích zachovali přiměřenou váhu amerických akcií. V krátkodobém horizontu bychom u této třídy aktiv očekávali horší vývoj jen v případě recese. V současné době neočekáváme, že dojde k naplnění scénáře **tvrdého přistání**<sup>10)</sup>. V souvislosti s výběrem aktiv je třeba mít také na paměti, že ekonomické podmínky některých odvětví budou pravděpodobně významně záviset na výsledku voleb – zejména těch, která jsou předmětem přísnějších regulací nebo jsou dotována.

<sup>9)</sup> Firmy s tržní kapitalizací nebo tržní hodnotou přesahující 200 miliard USD se označují jako Megacaps.

<sup>10)</sup> Tvrdé přistání je charakterizováno výrazným oslabením ekonomiky, vyšší mírou nezaměstnanosti a nižší ekonomickou aktivitou.



# Makroekonomická situace a trhy

Fed oznamuje obrat ve vývoji úrokových sazeb, ECB se kloní k pozvolnému přístupu

## AMERICKÁ CENTRÁLNÍ BANKA ZAHAJUJE CYKLUS SNIŽOVÁNÍ SAZEB A POTVRZUJE SCÉNÁŘ MĚKKÉHO PŘISTÁNÍ

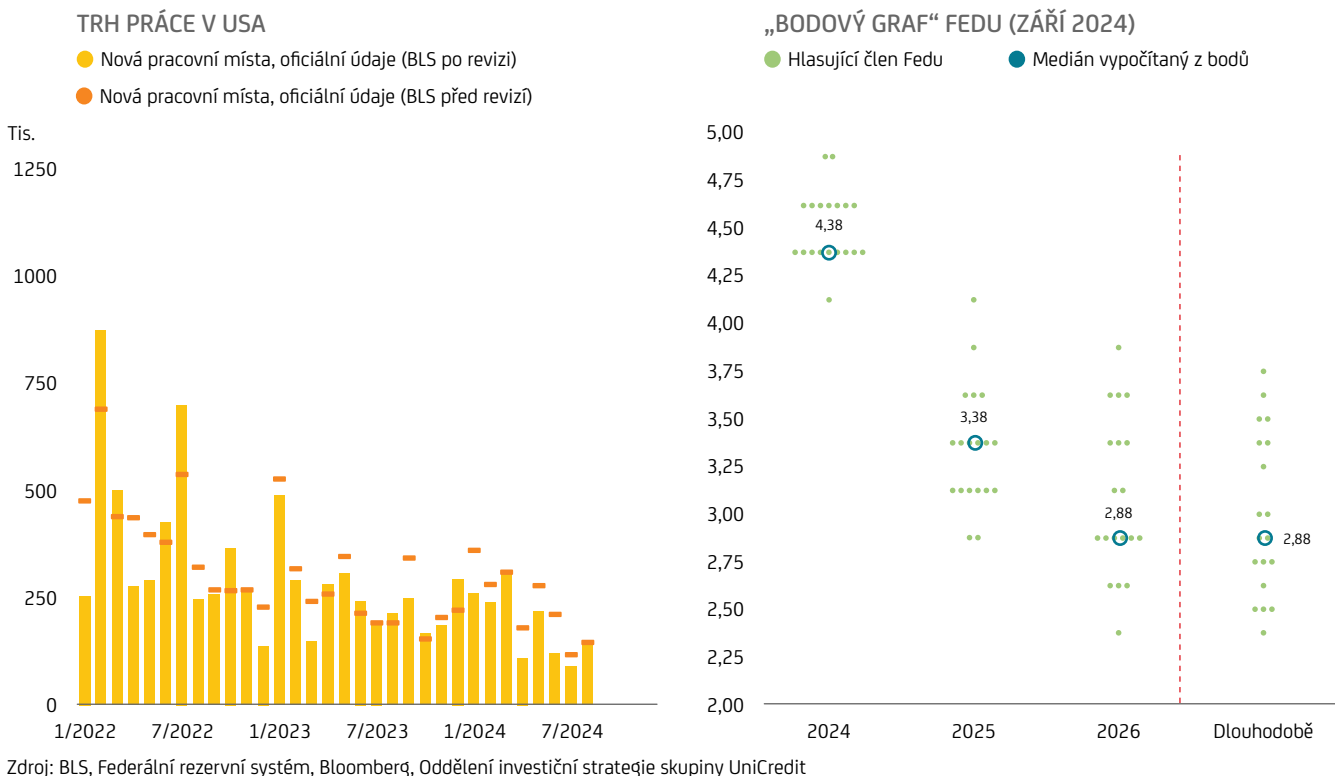
Americká ekonomika nadále ztrácí na dynamice. Trh práce, který je pro USA mimořádně důležitý, ukázal v srpnu smíšený obrázek: zatímco míra nezaměstnanosti klesla, vývoj zaměstnanosti (bez zemědělství) byl zklamáním. Zejména prudké revize dat zaměstnanosti z předchozích měsíců směrem dolů měly vliv na pohled finančních trhů na hospodářský vývoj. Navzdory revizím dat se domníváme, že náš základní scénář měkkého přistání americké ekonomiky je nejpravděpodobnější, a neočekáváme recesi (viz graf 3). Zpomalení dynamiky je patrné i na straně inflace. Celková míra inflace se v srpnu oproti stejnému měsíci minulého roku dále snížila na 2,5 % (předtím 2,9 %), což je dáno především poklesem inflace nákladů na energie. Jádrová inflace (celková míra inflace bez volatilitních složek energií a potravin) zůstala v srpnu na hodnotě 3,2 %, a to především v důsledku přetrvávající inflace v sektoru služeb. Několik předstihových ukazatelů však naznačuje, že cenový tlak v sektoru služeb bude v nadcházejících měsících pravděpodobně postupně slábnout.

Americký Federální rezervní systém (Fed) na svém zářijovém zasedání podle očekávání odstartoval cyklus snižování úrokových sazeb. Snižování sazeb o 50 bazických bodů na 5 % (maximální hodnota klíčové úrokové sazby v daném pásmu) bylo větším krokem, než většina ekonomů očekávala, ačkoli finanční trhy toto snížení sazeb přenesly do cen ještě před zasedáním. Podle předsedy Fedu Jeroma Powella je potřeba v důsledku pokroku dosaženého v oblasti **dezinflace**<sup>11)</sup> a zpomalení na trhu práce změnit nastavení měnové politiky. Podle Fedu je americká ekonomika v zásadě v dobré kondici a snížení úrokových sazeb slouží k jejímu zachování. To se odráží i v aktualizovaných prognózách růstu Fedu pro letošní rok a následující tři roky, které nadále předpokládají solidní dvouprocentní hospodářský růst. Prognózy inflace byly dále revidovány směrem dolů a zdůrazňují, že je Fed přesvědčen o návratu k 2% cíli. Aktualizovaný „**bodový graf**“<sup>12)</sup> ukazuje pozvolnější cyklus snižování sazeb (viz graf 3), kdy odhady členů Výboru pro měnovou politiku hovoří o kumulativním snížení sazeb o 25 a 50 bazických bodů na zbývajících dvou letošních zasedáních a medián výhledu na příští rok má hodnotu 100 bazických bodů. Powell však na tiskové konferenci zdůraznil, že zůstávají ve hře všechny možnosti a skutečný rozsah a tempo snižování sazeb se bude odvíjet od přicházejících ekonomických dat. Předpokládáme, že Fed do konce roku sníží úrokové sazby o dalších 50 bazických bodů.

<sup>11)</sup> Dezinflací se rozumí situace, kdy míra inflace v čase klesá, ale stále je vyšší než nula. Pokud míra inflace klesne pod nulu, změní se dezinflace na deflaci.

<sup>12)</sup> Bodový graf ukazuje, kde se podle názorů 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“ odráží názor jednoho člena.

### 3. REVIZE DAT UKAZUJÍ NA SLABŠÍ TRH PRÁCE, FED UPRAVUJE VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB



### EUROZÓNA: POKRAČUJÍCÍ DEZINFLACE, ECB I NADÁLE SNIŽUJE ÚROKOVÉ SAZBY

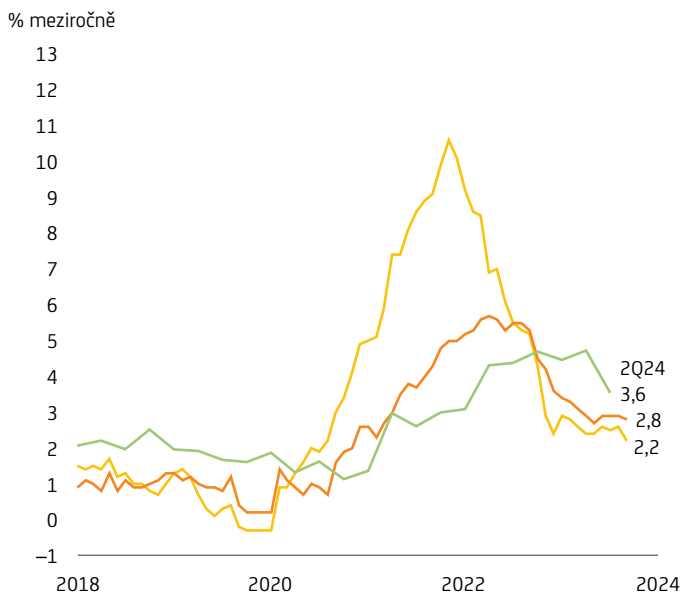
Rovněž ve druhém čtvrtletí pokračovalo hospodářské oživení eurozóny. Oproti předchozímu čtvrtletí dosáhl revidovaný růst HDP hodnoty 0,2 %, a tak zaostal za růstem v prvním čtvrtletí pouze o 0,1 procentního bodu. Z průzkumů mezi podniky, zejména pak z indexů nákupních manažerů, přicházejí signály potvrzující udržitelnost oživení. Tyto ukazatele sice nadále ukazují, že ekonomická aktivita v průmyslu zůstává slabá, sektor služeb je ale zjevně v expanzi, a měl by tedy podporovat ekonomický vývoj v eurozóně. Celková inflace se v srpnu meziročně snížila na 2,2 % (z 2,6 % v červenci), a to zejména vlivem nižších cen energií (viz graf 4). Jádrová inflace klesla jen nepatrně na 2,8 % z 2,9 % v předchozím měsíci. Nadále je potřeba sledovat setrvalou inflaci v sektoru služeb, která v srpnu opět mírně vzrostla na 4,2 %. Také zde ale očekáváme, že jádrová inflace bude v následujících čtvrtletích dále klesat směrem k cílové hodnotě centrální banky, tedy ke 2 %, a to vlivem klesajících mzdových tlaků (ve druhém čtvrtletí letošního roku došlo k významnému poklesu tempa růstu na 3,6 % z více než 4 % v předchozím čtvrtletí).

Evropská centrální banka (ECB) na svém zářijovém zasedání podle očekávání snížila depozitní sazbu o 25 bazických bodů na 3,50 % (viz graf 4). Refinanční sazba byla snížena ze 4,25 % na 3,65 %, což znamená snížení rozdílu mezi dvěma klíčovými úrokovými sazbami platnými od září na 15 bazických bodů. Kromě rozhodnutí o úrokových sazbách centrální banka zveřejnila také revidované prognózy růstu a inflace. Nová prognóza celkové inflace se oproti červnu nezměnila, prognóza jádrové inflace naopak počítá s nepatrným zrychlením. Navzdory tomuto oznámení ECB stále očekává, že se jádrová i celková inflace do konce roku 2025 přiblíží 2 %. Centrální banka revidovala své prognózy růstu pro jednotlivé roky v prognózovaném období (2024 až 2026) mírně směrem dolů, a to především v důsledku slabého vývoje na straně spotřeby domácností. ECB na druhou stranu nepočítá s recesí a v nadcházejících letech očekává celkově expandující hospodářský vývoj. Prezidentka ECB Lagardeová se na tiskové konferenci nijak nevyjádřila k načasování a výši dalšího snížení úrokových sazeb. Jedním ze signálů, že centrální banka na svém příštím zasedání v říjnu pravděpodobně nepřistoupí ke snížení úrokových sazeb, je však prohlášení, že do zasedání zbývá „relativně málo času“. To ukazuje na to, že ECB do té doby nebude mít dostatek informací, aby mohla rozhodnout o dalším snížení. Proto očekáváme, že ECB sníží úrokové sazby znovu až na prosincovém zasedání, konkrétně o 25 bazických bodů.

#### 4. KLESÁ INFLACE I RŮST MEZD, ECB NA ZÁŘIJOVÉM ZASEDÁNÍ OPĚT SNIŽUJE KLÍČOVÉ SAZBY

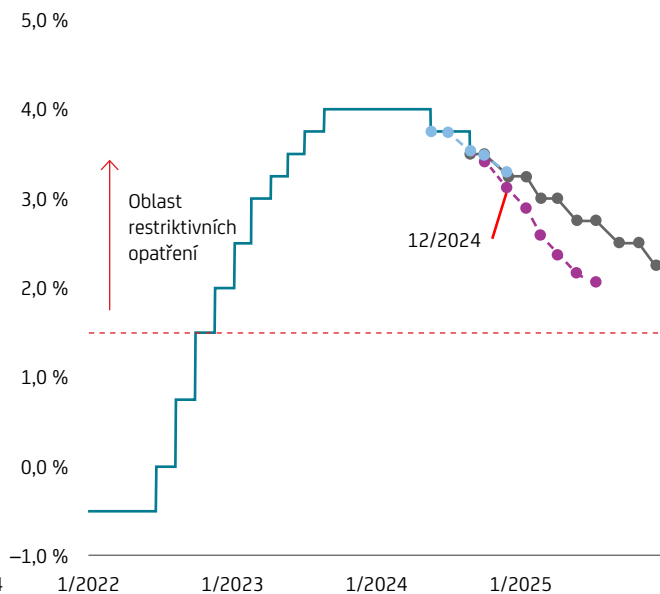
##### INFLACE V EUROZÓNĚ

- Inlace v eurozóně (HICP)
- Jádrová sazba eurozóny (bez energií a potravin)
- Ukazatel mezd ECB, kolektivně dohodnuté mzdy (eurozóna)



##### ZÁKLADNÍ ÚROKOVÁ SAZBA V EUROZÓNĚ A OČEKÁVÁNÍ TRHU

- Depozitní sazba ECB
- OIS ESTR (po zasedání ECB 24. července)
- OIS ESTR (po zasedání ECB 24. září)
- Prognóza UniCredit



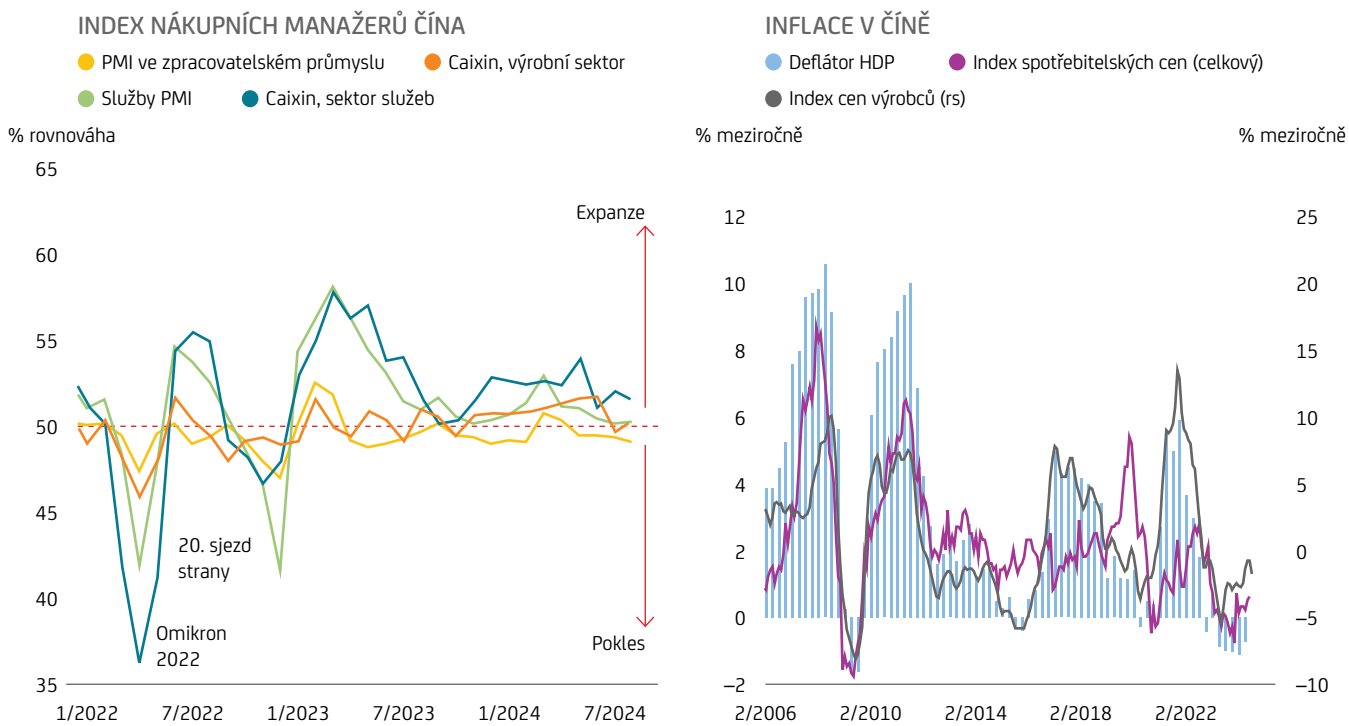
Zdroj: Eurostat, ECB, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

#### ČÍNA: HOSPODÁŘSKÉ OŽIVENÍ ZŮSTÁVÁ KŘEHKÉ, RIZIKO DEFLACE SE ZVYŠUJE

Poslední zveřejněné předstihové ukazatele, zejména průzkumy a ukazatele sentimentu, signalizují, že přetrvávající slabá dynamika čínské ekonomiky bude pravděpodobně pokračovat i ve třetím čtvrtletí letošního roku. Indexy nákupních manažerů ve zpracovatelském průmyslu se stále pohybují v oblasti kontrakce (tzn. pod úrovní 50 bodů). Jediným podpůrným faktorem je sektor služeb, který se stále nachází v epanzi, ale v poslední době ztratil na dynamice. „Tvrdá“ ekonomická data, jako jsou průmyslová výroba a maloobchodní tržby, rovněž ukazují na slabší dynamiku ekonomického vývoje. Průmyslová aktivita i maloobchodní tržby v srpnu zaostaly za očekávaními.

Slabá ekonomika se odráží i v trvale nízkých inflačních tlacích. Různá měřítka inflace nadále vykazují velmi nízká měsíční tempa růstu. Spotřebitelská inflace se v srpnu meziročně zvýšila jen nepatrně o 0,6 %, zatímco ceny výrobců vykázaly významný pokles o -1,8 % (oproti -0,8 % v předchozím měsíci, tedy v červenci). Širší ukazatel cenového vývoje, deflátor HDP, který zahrnuje vývoj cen veškerého zboží a služeb v čínské ekonomice, se již pět čtvrtletí po sobě pohybuje v záporných hodnotách, což ukazuje na strukturální deflační tendence. To znamená, že všechny klíčové čínské inflační ukazatele jsou pod historickými hodnotami, což poukazuje na problémy spojené s oživením domácí poptávky a cenovou stabilitou.

## 5. SLABÁ EKONOMIKA A ROSTOUCÍ DEFLAČNÍ RIZIKA KALÍ VYHLÍDKY NA RŮST



## FINANČNÍ TRHY: SNIŽOVÁNÍ ÚROKOVÝCH SAZEB CENTRÁLNÍMI BANKAMI VYTVÁŘÍ POZITIVNÍ NÁLADU

V srpnu na trzích vládla převážně pozitivní nálada. Soustředění trhů na témata týkající se hospodářského růstu a slabší ekonomická data a s tím spojené obavy z výraznějšího zpomalení americké ekonomiky opakovaně vedly ke zvýšené volatilitě na akciových trzích. Scénář „měkkého ekonomického přistání“ tím však zůstal nedotčen. Podpurný vliv měla pravděpodobně také fáze oživení po prudkém výprodeji na světových akciových trzích, ke kterému došlo po nečekaném zvýšení úrokových sazeb japonskou centrální bankou a který vedl k uzavření velké části jenových obchodních pozic využívajících úrokových rozdílů na přelomu července a srpna. Výprodej na akciových trzích však trval jen krátce. Po počátečním nárůstu volatility se trhy mohly opřít o vyhlídky na snížení úrokových sazeb ze strany centrálních bank a solidní výsledkovou sezónu za druhé čtvrtletí, která ukázala jen málo známek blížícího se hospodářského zpomalení. Většina trhů dokázala své ztráty do poloviny měsíce smazat. V celém sledovaném období (od 1. srpna do 20. září) americké akcie významně rostly, stejně jako jejich evropské protějšky (viz tabulka).

Srpen byl příznivým měsícem i pro investice s pevným úrokem. Volatilita, kterou jsme viděli na začátku měsíce, vedla k útěku ke kvalitě (státním dluhopisům s dobrým úvěrovým ratingem), zatímco vyhlídka (dalšího) snížení úrokových sazeb centrálními bankami měla za následek další pokles výnosů na dluhopisových trzích a růst cen. Protože však již trhy velkou část očekávaného snížení úrokových sazeb započítaly do cen, nebyly změny ve výnosech dluhopisů ve sledovaném období nijak markantní (viz tabulka). Hlavním tématem zůstává blížící se normalizace výnosové křivky (napřímení) s výraznějším poklesem výnosů na krátkém konci (v důsledku očekávaného snížení úrokových sazeb centrálními bankami) a relativně stabilním výhledem u výnosů na dlouhém konci (vyhlídka dalšího hospodářského růstu). Poslední rozhodnutí Fedu o úrokových sazbách, které potvrdilo očekávaný scénář „měkkého přistání“ i zvýšení neutrální dlouhodobé úrokové sazby, však současně v poslední době posunulo o něco výše výnosy na dlouhém konci. Napřímení výnosových křivek je tak možné pozorovat nejen na krátkém, ale i na dlouhém konci.

Ceny ropy měly ve sledovaném období tendenci k poklesu (viz tabulka), což je způsobeno především zpomalením světové ekonomiky. Nic na tom nezměnilo ani prodloužení omezení produkce zemí OPEC+ (Organizace zemí vyvážejících ropu a Ruska) o další dva měsíce (nyní také v říjnu a listopadu). Obnovené geopolitické napětí na Blízkém východě pak v poslední době vedlo k nárůstu cen ropy. Cena zlata ve sledovaném období významně vzrostla (viz tabulka), a to v důsledku očekávání, že americká centrální banka na svém zářijovém zasedání zahájí cyklus snižování úrokových sazeb, což se následně potvrdilo v podobě významného snížení úrokových sazeb. To podpořilo kurz eura vůči americkému dolaru, který nadále posiloval (viz tabulka).



# 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> )	○	○	●
		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 (stabilní měna)	○	●	○
	Dluhopisy rozvíjejících se trhů (lokální měna)	○	○	●	
	Komodity	Ropa	○	●	○
		Zlato	○	●	○

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

# Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

## AKCIE

### GLOBALNÍ AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Prostředí pro globální akcie zůstává příznivé. Navzdory známým zpomalení zůstává americká ekonomika robustní, pokračuje trend snižování sazeb ze strany hlavních západních centrálních bank a Fed má dostatečný prostor pro další uvolňování sazeb. Očekávání ohledně zisků a tržeb byla až na několik výjimek naplněna. Evropská ekonomika je sice křehčí, přesto se nachází ve slušné kondici a může se opřít o vyhlídku na méně restriktivní měnovou politiku. Ve čtvrtém čtvrtletí se u akcií tradičně projevuje pozitivní sezónní charakter. Na druhou stranu tu máme relativně vysoká ocenění v některých regionech a přetrvávající geopolitické riziko. Z těchto důvodů zachováváme neutrální postoj k zastoupení globálních akcií v portfoliu.

### EVROPSKÉ AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Makroekonomická data z poslední doby ukazují, že ekonomické prostředí v eurozóně zůstává slabé. Neočekáváme však další výrazný pokles ekonomické aktivity. Trh práce zůstává stabilní, inflace se snižuje a spotřebitelská důvěra znovu nabývá na síle. PMI ve výrobním sektoru však zůstává slabý a je vystaven riziku zhoršení globálního obchodu. Evropské akcie těží z relativně příznivého ocenění oproti americkým (USA) akciím a nabízejí tak odpovídající dobré příležitosti pro investory hledající hodnotu a kvalitu. Celkově máme za to, že výhled na čtvrté čtvrtletí zůstává příznivý, a potvrzujeme neutrální váhu této třídy aktiv.

### AMERICKÉ (USA) AKCIE: NEUTRÁLNÍ

Hospodářský růst v USA nepochybně ztrácí na dynamice, jak ukazují slábnoucí data z trhu práce. Na druhou stranu se domníváme, že měkké přistání je stále pravděpodobnějším scénářem než tvrdé přistání. Akciové trhy by měly těžit ze zahájení cyklu uvolňování měnové politiky ze strany Fedu po posledních povzbudivých zprávách o inflaci a z jeho pozitivního pohledu na ekonomickou situaci a inflaci. Ocenění však zůstává poměrně vysoké, a to jak z historického hlediska, tak ve srovnání se zbytkem světa. Celkově preferujeme neutrální přístup k této třídě aktiv.

### AKCIE ROZVÍJÍCÍCH SE TRHŮ: NEUTRÁLNÍ

U akcií rozvíjejících se trhů (EM) zůstáváme strategicky opatrní, zejména kvůli našemu chmurnému výhledu u čínských akcií. Ačkoli nejnovější data ukazují na přetrvávající slabou poptávku po dovozu v Číně a v závislosti na výsledku prezidentských voleb v USA můžeme očekávat nepříznivé tlaky zvnějšku, pesimismus ohledně domácího akciového trhu možná dosáhl svého vrcholu. Celý trh se však musí i nadále potýkat s překážkami, které jsou důsledkem strukturálních problémů a geopolitických obav. Celkově se ocenění akcií v EM jeví jako relativně příznivé. Nadále preferujeme neutrální váhu a zdůrazňujeme potřebu selektivního přístupu k EM podle zemí a sektorů.

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

Konec éry záporných úrokových sazeb a politiky regulace výnosové křivky ze strany Bank of Japan (BoJ) se pozitivně odráží

na vývoji japonského jenu. Růst firemních zisků a reforma tokijské burzy jsou příznivou zprávou pro ceny akcií a podporují japonské společnosti v rozsáhlých programech zpětného odkupu akcií. Ocenění se nezdá být příliš vysoké, je ale třeba vzít v úvahu i potenciální nepříznivý dopad silnějšího jenu na zisky a smíšené signály ze strany BoJ, pokud jde o měnovou politiku. Celkově u asijsko-pacifických akcií nadále zachováváme jejich nadváhu 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 zachováváme nižší váhu v portfoliu.

## DLUHOPISY

### GLOBALNÍ DLUHOPISY: ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU

Vzhledem k aktuálním výnosům a očekávanému uvolnění měnové politiky ze strany hlavních západních centrálních bank nabízejí globální dluhopisy při zohlednění rizika atraktivní výnosy, které dále podporuje pokračující dezinflace a zpomalující, i když stále přetrvávající hospodářský růst. Z historického hlediska je období snižování sazeb vhodným obdobím pro investice s pevným výnosem. Nadále tedy 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 proto nadále volíme jejich nadváhu v portfoliu.

### STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU: NEUTRÁLNÍ

Státní dluhopisy zemí eurozóny (govies) by měly těžit z probíhajícího procesu dezinflace, který podporuje cyklus uvolňování ECB. Zdá se však, že další snižování je u výnosů na současné úrovni již poměrně dobře započítáno, a do dalších zisků pro tuto třídu aktiv by se mohlo promítnout pouze další zhoršení ekonomického výhledu a údajů z trhu práce. U této třídy aktiv tak zachováváme neutrální postoj k jejich zastoupení v portfoliu.

### STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU: NEUTRÁLNÍ

Stále robustní americká ekonomika podporuje vládní dluhopisy zemí mimo EU, i když známky zpomalení jsou v poslední době stále patrnější. Rozhodnutí Fedu začít se snižováním úrokových sazeb mělo pozitivní vliv na tuto třídu aktiv. Třebaže je však riziko vyšší než očekávané inflace a menší než očekávané snížení úrokových sazeb ze strany Fedu minimální, nelze ho zcela pominout. V této třídě aktiv proto zachováváme neutrální postoj k zastoupení v portfoliu.

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

Kreditní spready podnikových dluhopisů denominovaných v eurech, které jsou i nadále podporovány odolností hospodářského cyklu a tím, že investoři pokračují v hledání výnosů, se pohybují na historicky nízkých úrovních. Celkově se očekává, že fundamenty podniků investičního stupně zůstanou solidní díky zdravým rozvahám, vyšším než očekávaným ziskům, značným peněžním zůstatkům a nízké úrovni zadlužení ve srovnání s dlouhodobými průměry. 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 (což je náš základní scénář). Nízká likvidita dluhopisů s vysokými výnosy navíc v současné fázi hospodářského cyklu dále snižuje jejich atraktivitu. U dluhopisů s vysokým výnosem tudíž nadále volíme snižování váhy v portfoliu.

## **DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (STABILNÍ MĚNA): ZMĚNA Z NEUTRÁLNÍ POZICE NA ZVÝŠENÍ PODÍLU V PORTFOLIU**

Dluhopisy rozvíjejících se zemí v tvrdých měnách obecně nabízejí zajímavý úrokový diferenciál (výhodu výnosu oproti státním dluhopisům v eurech). Pokračující uvolňování měnové politiky ze strany Fedu a slabší americký dolar by dále měly prospívat ekonomikám rozvíjejících se trhů. Proto jsme se u této třídy aktiv rozhodli pro změnu z neutrální pozice na zvýšení podílu v portfoliu.

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

Dluhopisy rozvíjejících se trhů v místní měně také nabízejí zajímavý úrokový diferenciál. Dostatek prostoru pro snižování úrokových sazeb ze strany centrálních bank rozvíjejících se ekonomik by měl mít na tuto třídu aktiv pozitivní dopad. Kromě toho se měny rozvíjejících se trhů zdají být podhodnocené a je pravděpodobné, že tyto měny opět posílí, pokud Fed bude pokračovat ve snižování úrokových sazeb. U dluhopisů rozvíjejících se trhů v místní měně nadále volíme zvyšování 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**

Ceny ropy na jedné straně nadále podporují nízké zásoby ropy, snížení produkce ze strany OPEC+ (hlavní země těžící ropu a Rusko, celkem 23 států) a geopolitické napětí. Na druhou stranu se poptávka postupně normalizuje a současně se zhoršuje globální výhled; nižší sazby ovšem mohou poptávce po energiích dodat vítr do plachet. V této třídě aktiv nadále volíme neutrální postoj k zastoupení v portfoliu.

## **ZLATO: NEUTRÁLNÍ**

Cena zlata v září vystoupala na nový rekord, protože zlato nadále těží z nákupů centrálních bank, zejména čínské centrální banky a indické centrální banky. Další snížení úrokových sazeb může mít na zlato pozitivní vliv, zatímco slabší americký dolar a zmírnění geopolitické nejistoty jsou faktory, které naopak poptávku po zlatě tlumí. Zachováváme neutrální postoj k zastoupení zlata v portfoliu.

## **MĚNY**

### **EUR/USD**

Nejnovější makroekonomická data, zejména ochlazení inflace v USA, podporují uvolňování měnové politiky ze strany Fedu – to má za následek snížení rozdílu mezi úrokovými sazbami v USA a úrokovými sazbami ECB. Ve spojení s naší prognózou slabšího hospodářského růstu v USA a oživení hospodářské aktivity v Evropě v příštím roce to pak znamená pominutí hlavních zdrojů posilování zelené měny. Ve střednědobém horizontu proto podle nás může dojít k částečnému oslabení amerického dolaru vůči euru.

# Sloupky

Dialog místních investičních ředitelů s klienty

## Odpovědi z Itálie

### NASTAL ČAS NA SNÍŽENÍ EXPOZICE VŮČI AKCIÍM?

Z hlediska investic do dluhopisů konečně nastává slibná tržní fáze. Hospodářské zpomalení a klesající inflace umožňují centrálním bankám snižovat úrokové sazby stabilním tempem. Co to znamená pro akciové trhy? Je čas inkasovat alespoň část vysokých zisků, kterých bylo dosaženo od začátku roku? Je možné srpnové otřesy a blížící se prezidentské volby v USA považovat za varovné signály? Naše stručná odpověď zní: ne. V této fázi nepovažujeme za vhodné zasahovat do celkové váhy akciové expozice v portfoliích. Je však pravda, že některé změny v portfoliu mohou přispět k zachování růstové trajektorie a ke snížení rizika prudkých korekcí. Jako obvykle se podíváme na důvody, proč tomu tak je.

Zprv je pravdou, že výhled pro fixní výnosy na příštích devět až dvanáct měsíců je pozitivní a měli bychom se skutečně snažit navýšit duraci a pozice v oblasti úvěrového rizika. Nechceme však toto navýšení financovat na úkor akciové pozice. Využijeme k tomu hotovost a krátkodobé státní a podnikové dluhopisy. Potenciální výnos této složky je nyní ve skutečnosti omezený, protože měnové křivky již do cen absorbovaly významné snížení sazeb ze strany ECB i Fedu.

Nyní přejdeme k procesu tvorby našich akciových portfolií. Náš přístup, který uplatňujeme v našich diskrečních a poradenských portfoliích v Itálii, je globální. Významnou váhu mají americké akcie, a to přibližně dvě třetiny, což odpovídá váze světových akciových indexů. Dalšími preferovanými oblastmi jsou evropské a japonské akcie. Expozice vůči rozvíjejícím se trhům je nyní zbytková se zvýšenou opatrností zejména u čínských akcií.

Pojďme se na chvíli zastavit u japonských akcií, které začátkem srpna zaznamenaly korekci historického významu a následně se zotavily jen částečně. Náš základní pohled se nezměnil: Na jedné straně se může reálná ekonomika poprvé za několik dekád konečně vymanit z hrozby deflace a na druhé straně se firmy vydaly na dlouhodobou cestu zaměřenou na zvýšení efektivity kapitálu a výnosů pro akcionáře, podpořenou rovněž hlubokými změnami v pravidlech fungování akciového trhu. Vzhledem k volatilitě, které jsme byli v poslední době svědky, však přijímáme opatření k určitému snížení pozic. Máme co do činění se složkou, která má podle našeho názoru velkou hodnotu, nicméně vyžaduje velmi správné (snížené!) dávkování.

Dalším „žhavým“ tématem je ocenění amerických společností, zejména společností z tzv. kategorie „megacap“, které dominují technologickému prostředí. Právě zde je zakopaný pes. Je pravda, že současné ocenění se z historického hlediska jeví jako vysoké, má to však dva důvody. Zprv jde o to, že sektor těchto společností jako celek, technologie v nejširším slova smyslu, je dlouhodobě oblastí s největším investičním příslibem. Nebude to lineární cesta, bude to „hrbolatý příběh“, ale dopady technologických inovací na globální spotřebu a výrobu jsou nezpochybnitelné a my se nacházíme v počáteční fázi těchto transformačních změn. Druhým důvodem je skutečnost, že jsou tyto společnosti téměř absolutními lídry ve svých segmentech. Investoři jsou tedy ochotni zaplatit prémii v důsledku efektu vzácnosti a absence konkurence. Z našich zkušeností víme, že tyto konkurenční výhody netrvají věčně. V budoucnu například budeme mít pravděpodobně mnohem víc výrobců špičkových čipů určených pro umělou inteligenci a výrazně větší konkurenci, která povede k nižšímu ocenění. Samozřejmě se to nestane zítra, ale bude to směr dalšího vývoje. Expozici vůči tomuto sektoru a společnostem v něm nyní považujeme za základní prvek investiční strategie.



Pojďme se na závěr podívat na změny, které děláme, abychom zachovali správný kurz našich portfolií. Nacházíme se v období cyklického zpomalení, a proto nechceme zvyšovat pozice v těch odvětvích a společnostech, které jsou více závislé na domácí spotřebě zbytného zboží a služeb. Existují však sektory, které v sobě spojují zajímavý výnos a defenzivní charakter, a firmy z těchto odvětví bychom chtěli postupně akumulovat. Zatím máme na mysli zdravotnictví a farmaceutický sektor, odvětví, které je podporováno demografickým vývojem a životním stylem v západním světě – zároveň se přitom vyznačuje vysokou mírou přirozených konkurenčních inovací. Dalším zajímavým odvětvím je finanční sektor. Je pravda, že budoucí nižší úrokové míry se nepříznivě odrazí v celkové úrovni marží, pozitivně skloněné křivky úrokových sazeb však budou tento dopad kompenzovat, stejně jako transformace obchodních modelů, které se stále více orientují na generování poplatků ze služeb. A nakonec sektor veřejných služeb. Společnosti z tohoto odvětví jsou nervovými centry transformace, kterou se naše ekonomiky a společnosti rozhodly podstoupit: technologická revoluce, která vyžaduje jen stěží představitelné množství energie a infrastrukturu schopnou takovou energii přepravit a uskladnit, a energetická transformace, která vyžaduje výzkum a zavádění řady alternativ k výrobě elektrické energie z fosilních paliv. Rovněž v těchto oblastech nabízí evropský trh zajímavé společnosti a globální lídry.

Souhrnně řečeno, spíše než otázku, jaká je správná váha akciové složky, považujeme za zásadní samotnou volbu odvětví, témat a společností. Vytvoření odvětvové alokace, která kombinuje růstový motor technologického sektoru se stabilizačními efekty některých defenzivních sektorů, je podle našeho názoru ideálním řešením, jak proplouvat současným prostředím na akciových trzích.

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, investiční ředitel UniCredit S.p.A., Itálie

## Odpovědi z Rakouska

### TAKTICKÉ NAVÝŠENÍ POZICE V DLUHOPISECH ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V LOKÁLNÍ MĚNĚ

Fed v polovině září snížil svou hlavní úrokovou sazbu o půl procentního bodu. Tento obrat ve vývoji úrokových sazeb v USA začal velkým krokem a jeho cílem bylo podpořit trh práce a udržet ekonomiku na růstové trajektorii. Jde o první snížení po více než čtyřech letech, které by mělo podpořit nejen USA, ale i rozvíjející se trhy. Zejména díky nižším výnosům na amerických státních dluhopisech získaly výnosy na rozvíjejících se trzích opět na atraktivitě. Očekávané budoucí zvýšení přílivu kapitálu na rozvíjející se trhy by mělo mít rovněž pozitivní dopad na vývoj měnového kurzu. Historicky se měnám těchto trhů dařilo v průměru šest měsíců po zahájení cyklu uvolňování měnové politiky ze strany Fedu. Předpokládáme, že by měny mohly mít v současném cyklu uvolňování rovněž velkou šanci na posílení.

Mezi další možné argumenty ve prospěch této třídy aktiv patří konzervativní finanční politika a nižší inflace v mnoha rozvíjejících se zemích. Vlády těchto zemí pokračují v konzervativní fiskální politice a mají své vnější rozvahy pod kontrolou. Počet zemí s vysokým schodkem rozpočtu a běžného účtu v roce 2024 postupně klesá a většina zemí hlásí návrat celkové inflace zpět do cílového pásma svých příslušných centrálních bank. Navzdory významnému poklesu inflace jsou centrální banky rozvíjejících se trhů z důvodu nejistoty ohledně vývoje úrokových sazeb na straně Fedu a pokračující volatility amerických výnosů opatrné v tempu uvolňování svých měnových politik. Růst reálného HDP v rámci této třídy aktiv by měl v následujících několika letech překonat růst na rozvinutých trzích a měl by také podpořit posilování měny.

Podle našeho názoru nabízejí dluhopisy rozvíjejících se trhů v místní měně atraktivní úrokový diferenciál a mohly by těžit ze snížení úrokových sazeb. Kromě toho se zdá, že jsou lokální měny podhodnocené, a je pravděpodobné, že znovu posílí, pokud bude Fed pokračovat ve snižování úrokových sazeb. Přístup Fedu „počkáme a uvidíme“ a silnější americký dolar by na tuto třídu aktiv vyvinuly určitý tlak (což ale není náš základní scénář). Je také potřeba poukázat na to, že potenciální kreditní rizika a kolísání měnových kurzů, jež jsou na rozvíjejících se trzích často vyšší, mohou mít nepříznivý dopad na potenciální výnosy. Vzhledem k zajímavým příležitostem, které nabízejí dluhopisy na trzích rozvíjejících se ekonomik v místní měně a které podle našeho názoru převažují nad riziky, jsme se rozhodli tuto třídu aktiv v našem portfoliu nadvážít.

**OLIVER PRINZ**, investiční ředitel UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG, Rakousko

## Odpoředi z Německa

### CO SI MYSLÍTE O DRAGHIHO ZPRÁVĚ O KONKURENCESCHOPNOSTI EU?

Poté, co Evropská komise zhruba před rokem požádala bývalého prezidenta ECB a bývalého premiéra italské vlády Maria Draghiho, aby analyzoval, jak si EU může zachovat konkurenceschopnost, předložil začátkem září příslušnou strategickou zprávu. Draghi považuje zvýšení produktivity EU za „existenční výzvu“, aby se předešlo dlouhodobému zaostávání v konkurenci s USA a Čínou, a vyzývá k masivním dodatečným investicím ve výši 750–800 miliard EUR ročně do digitalizace a dekarbonizace hospodářství EU a do obranných kapacit EU. To odpovídá 4,4 % až 4,7 % evropského hrubého domácího produktu (2023), což je úroveň, která byla naposledy zaznamenána v 70. letech 20. století. Mezi jeho nejdůležitější návrhy patří uvolnění pravidel pro hospodářskou soutěž, integrace kapitálových trhů, větší využívání společných postupů při zásobování v odvětví obrany a nová obchodní agenda, která má posílit hospodářskou nezávislost EU. Podle Draghiho historicky zhruba čtvyři pětiny produktivních investic v Evropě realizoval soukromý sektor a zbývající pětinu veřejný sektor. Draghi se proto vyslovuje pro společný dluh EU, tzn. vydání společných dluhopisů, které již EU uvedla na trh v rámci svého fondu pro boj s následky pandemie koronaviru (Next Generation EU, NGEU).

Jen stěží je možné nesdílet Draghiho obavy, že EU „do značné míry promeškala digitální revoluci v čele s internetem a s ním spojený růst produktivity“ a že v oblasti nových technologií ztrácí na USA a Čínu. Pouze čtvyři z 50 největších technologických společností na světě jsou z Evropy. Jeho kritika roztříštěnosti jednotného trhu EU, který nebyl sjednocen ani třicet let po svém vzniku, a neexistence skutečné unie kapitálových trhů, která dosud brání většímu přílivu rizikového kapitálu do start-upů, se zdá být oprávněná. Je nesporné, že výzkum a vývoj (VaV) a související inovace mají pro konkurenceschopnost národních ekonomik zcela zásadní význam. Již v roce 2000 si EU v rámci tzv. Lisabonské strategie stanovila cíl v podobě trvalého zvýšení konkurenceschopnosti evropské ekonomiky. Aby toho bylo dosaženo, měly celkové výdaje na výzkum a vývoj do deseti let vzrůst na 3 % HDP. S výdaji ve výši přibližně 2,2 % (údaje Eurostatu za rok 2022; pro srovnání, v USA je to 3,4 %) se tento cíl zatím nedaří naplnit.

Bez ohledu na otázku financování – předsedkyně Evropské komise Ursula von der Leyenová označila za důležité rovněž nástroje společného financování, ale za myslitelné považuje i tzv. vlastní zdroje – by zpráva měla sloužit jako důležitá protiváha zastáncům přísných fiskálních pravidel v obecných diskusích o rozpočtu EU a podpořit fiskální incentivy. V zásadě jsme rovněž přesvědčeni o tom, že více Evropy je tou správnou cestou, jak EU opět posunout kupředu z hlediska konkurenceschopnosti. Kromě zvládnutí digitální transformace má v této souvislosti zásadní význam pokrok v udržitelné dekarbonizaci hospodářství EU směrem k čistě a konkurenceschopně cirkulární ekonomice.

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

# Tabulka

## VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ

Od	20. 9. 23	20. 9. 19	20. 9. 20	20. 9. 21	20. 9. 22	20. 9. 23	20. 9. 19	1. 1. 24
Do	20. 9. 24	20. 9. 20	20. 9. 21	20. 9. 22	20. 9. 23	20. 9. 24	20. 9. 24	20. 9. 24
<b>Aktiové indexy (celkový výnos, v %)</b>								
MSCI World (v USD)	29,9	9,8	31,1	-14,4	17,5	29,9	85,3	17,7
MSCI Emerging Markets (v USD)	19,1	11,9	16,1	-22,3	5,8	19,1	24,8	10,7
MSCI US (v USD)	33,7	14,2	34,1	-12,1	15,9	33,7	106,3	20,4
MSCI Europe (v EUR)	16,3	-4,9	26,1	-6,6	18,2	16,3	51,6	10,2
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	20,1	12,4	18,4	-23,0	10,5	20,1	33,5	12,3
STOXX Europe 600 (v EUR)	16,8	-3,3	26,4	-8,3	18,0	16,8	52,0	10,5
DAX 40 (Německo, v EUR)	20,2	5,3	15,4	-16,3	24,6	20,2	50,1	11,8
MSCI Italy (v EUR)	26,1	-13,3	28,8	-7,4	41,6	26,1	81,0	18,3
ATX (Rakousko, v EUR)	20,5	-27,5	66,0	-14,7	17,3	20,5	42,9	10,6
SMI (Švýcarsko, v CHF)	11,2	8,2	14,9	-8,5	10,0	11,2	38,4	10,6
S&P 500 (USA, v USD)	33,6	12,5	33,3	-10,2	16,1	33,6	106,6	20,8
Nikkei (Japonsko, v JPY)	18,0	8,2	32,7	-7,4	22,0	18,0	88,4	13,8
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-10,3	23,2	4,3	-17,3	-3,4	-10,3	-8,9	-4,2
<b>Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	10,4	13,7	-3,1	-16,6	-3,0	10,4	-2,7	4,0
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	9,8	8,9	-2,1	-13,2	-1,4	9,8	-0,6	4,3
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	13,8	9,1	3,0	-17,0	2,6	13,8	7,9	6,0
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	7,2	0,0	-1,2	-17,9	-3,6	7,2	-16,5	0,5
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	7,7	1,0	-0,5	-16,7	-2,7	7,7	-12,4	1,2
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	8,7	0,7	1,8	-14,6	2,2	8,7	-2,9	3,2
<b>Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)</b>								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-76	-108	62	226	80	-76	197	-14
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-113	-132	37	297	92	-113	191	-39
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-127	-106	0	326	65	-127	169	-44
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-57	2	17	225	74	-57	267	15
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-60	-8	11	239	81	-60	268	15
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-101	4	-17	347	45	-101	282	-9
<b>Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)</b>								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-27	16	-44	56	-27	-27	-26	-11
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-74	139	-193	165	-111	-74	-66	-19
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-24	-3	-15	91	-41	-24	9	-18
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-76	94	-146	251	-131	-76	-1	-53
<b>Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)</b>								
Libor (USD, 3 měsíce)	-71	-193	-10	348	206	-71	282	-64
Euribor (EUR, 3 měsíce)	-52	-11	-4	165	283	-52	383	-47
<b>Směnné kurzy eura (změna v %)</b>								
Americký dolar (EUR-USD)	5,0	6,9	-1,0	-14,7	7,2	5,0	1,2	1,0
Britská libra (EUR-GBP)	-3,2	2,9	-6,1	2,0	-1,0	-3,2	-4,9	-3,4
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-1,5	-1,8	1,0	-11,4	-0,4	-1,5	-13,3	2,4
Japonský jen (EUR-JPY)	2,4	3,4	3,8	11,8	10,4	2,4	35,2	3,0
<b>Komodity (změna v %)</b>								
Komoditní index (GSCI, v USD)	35,6	27,0	-11,0	-6,2	16,9	35,6	64,8	26,4
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	10,4	5,5	38,7	-11,9	-0,5	10,4	38,8	6,8
Zlato (v USD za ryzí unci)	36,2	30,3	-9,7	-5,6	16,7	36,2	73,8	26,6
Ropa (Brent, v USD za barel)	-19,9	-33,0	72,0	22,1	3,2	-19,9	15,1	-3,8

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 zahrnuti vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Data k 20. 9. 2024.



# Právní upozornění

## Marketingová komunikace

Tato publikace představuje marketingovou komunikaci společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank GmbH (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“) a je určena široké veřejnosti a 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.

UniCredit Group, včetně všech společností této skupiny, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím uvedeným v tomto dokumentu. Příslušné informace o zájmech a pozicích skupiny UniCredit jsou dostupné na této webové stránce: <https://www.investmentinsights.unicredit.eu/conflictsofinterest->. Veškeré odhady nebo hodnocení obsažené v této publikaci představují nezávislý názor skupiny UniCredit a stejně jako veškeré informace v ní obsažené jsou uváděny v dobré víře na základě údajů dostupných k datu zveřejnění, převzatých ze spolehlivých zdrojů, avšak mají čistě orientační charakter a mohou se kdykoli po zveřejnění změnit, přičemž skupina UniCredit za jejich úplnost, správnost a pravdivost neručí a nenesе za ně žádnou odpovědnost. Zájemci proto musejí provést vlastní investiční posouzení zcela samostatně a nezávisle, přičemž musejí vycházet výhradně z vlastních úvah o podmínkách na trhu a z celkově dostupných informací, a to v souladu se svým rizikovým profilem a ekonomickou situací. Investice jsou spojeny s rizikem. Před jakoukoli transakcí s finančními nástroji si prosím prostudujte příslušné nabídkové dokumenty. Je třeba také poznamenat následující:

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

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

Informace a údaje obsažené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 20. 9. 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)