



# » Výrazné výsledky v Japonsku

Investiční strategie skupiny

## Měsíční výhled

Červenec 2023

# Obsah

|  |    |
|--|----|
| SOUHRNNÝ PŘEHLED                           | 3  |
| DOPIS INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ                | 4  |
| POHLED ZBLÍZKA                             | 6  |
| MAKROEKONOMICKÁ SITUACE A TRHY             | 9  |
| ALOKACE AKTIV – SPRÁVA<br>NAŠEHO PORTFOLIA | 13 |
| SLOUPKY                                    | 17 |





# Souhrnný přehled

Výrazné výsledky v Japonsku



## MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

V USA je ekonomika nadále silná, i když soukromá spotřeba a přebytek úspor domácností se snižují. V květnu trh práce zaznamenal čtyřměsíční maximum v počtu nových pracovních míst a výraznou revizi údajů o zaměstnanosti za březen a duben směrem nahoru. Růst mezd je stále nad cílem Federálního rezervního systému (Fed), který činí 3 % až 3,5 %, což je v souladu s jeho dvouprocentním inflačním cílem.

Ekonomika eurozóny se během zimních měsíců dostala do technické recese: revidované údaje o hrubém domácím produktu (HDP) ukazují pokles růstu o 0,1 % ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 i v prvním čtvrtletí roku 2023. Růst zaměstnanosti se naopak zrychlil z 0,3 % ve 4. čtvrtletí 2022 na 0,6 % v 1. čtvrtletí 2023 a již druhé čtvrtletí po sobě předstihl růst HDP. Po březnovém propadu průmyslová výroba (bez stavebnictví) v dubnu meziměsíčně vzrostla o 1,0 % (mírně nad konsenzuálním odhadem).

Hospodářská aktivita v Číně v květnu nadále ztrácela dynamiku. Průmyslová výroba zpomalila, růst investic do dlouhodobého majetku se snížil, stejně jako maloobchodní tržby.



## INFLACE A MĚNOVÁ POLITIKA

Celková míra inflace v USA výrazně oslabila a klesla na nejnižší úroveň od března 2021 (4,0 % meziročně). Pokles byl způsoben především výrazným poklesem cen energií, zatímco ceny potravin mírně vzrostly. Důležitými faktory snižování inflace v nadcházejících měsících budou pravděpodobně nájemné a ceny výrobců, jejichž růst v květnu výrazně zpomalil. Federální rezervní systém (Fed) na svém posledním zasedání ponechal cílové rozpětí hlavní úrokové sazby podle všeobecného očekávání beze změny na úrovni 5,00 % až 5,25 %. Podle našeho názoru je sice další zvýšení sazeb v červenci pravděpodobné, ale o dalším zvýšení sazeb o 25 bazických bodů později v průběhu roku lze spíše pochybovat, zejména proto, že očekáváme slabší hospodářský růst a inflaci, než Fed předpokládá.

Inflace v eurozóně v květnu výrazně poklesla, což dokládá, že se začíná projevovat zpříšňování měnové politiky Evropské centrální banky (ECB). Ceny energií meziročně klesly o 1,7 %, zatímco potraviny a zboží denní potřeby v květnu vzrostly o 12,5 %. Ačkoli tedy růst cen v Evropě pokračuje, roste přesvědčení, že i míra inflace možná dosáhla svého vrcholu. ECB nadále prokazuje své odhodlání rychle snížit inflaci na střednědobý cíl ve výši 2 % a v polovině června opět zvýšila své hlavní úrokové sazby o 25 bazických bodů, čímž se depozitní sazba dostala na 3,50 %. Také rétorika prezidentky ECB Christine Lagardeové příliš nenavzdává tomu, že by ECB cyklus zvyšování sazeb v červenci ukončila. V souladu s tím zvyšujeme naši prognózu pro depozitní sazbu z 3,75 % na maximální hodnotu 4,00 %.



## FINANČNÍ TRHY

Aktiové trhy v červnu výrazně posílily. Index S&P 500 zakončil druhý červnový týden o více než 20 % nad svým minimem z října 2022 dosaženým na konci obchodování, čímž splnil čistě technické kritérium pro počátek rostoucího trhu. Index Stoxx Europe 600 vzrostl od začátku do poloviny června o více než 3 %. Kromě urovnání sporu o dluh v USA přispělo k dobrým výsledkům zejména zaměření trhů na umělou inteligenci, což je téma, které nabývá na síle. Vzhledem k mnoha nejistotám v oblasti inflace, hospodářského vývoje a nastavení měnové politiky však vidíme riziko možných komplikací do konce roku. Pozoruhodný byl zejména vývoj na japonském akciovém trhu. Japonský benchmarkový index Nikkei 225 dokonce překonal index S&P 500, jehož hybnou silou je umělá inteligence, a nedávno dosáhl nejvyšší úrovně od roku 1990. Japonské akcie jsou opět žádané a optimismus se šíří, protože se zdá, že země vycházejícího slunce konečně překonala desetiletí stagnace a deflace.



# Dopis investičních ředitelů

Výrazné výsledky v Japonsku

Po roce 2022, který byl poznamenán několika krizemi, přinesla první polovina roku 2023 růst cen akcií, další zvyšování úrokových sazeb ze strany hlavních západních centrálních bank, oslabení ekonomiky v Evropě (s technickou, ale ne vážnou recesí) a několik událostí, které se staly hlavními tématy. Ty byly způsobeny zejména řadou amerických regionálních bank s interními problémy (v důsledku rostoucích výnosů a zřejmě nedostatečného řízení úrokového rizika) a převzetím Credit Suisse společností UBS ve Švýcarsku, zatímco bankovní sektor v Evropě patřil v první polovině roku v podstatě k vítězům. Nyní urovnaný spor o dluh v USA (který mezitím způsobil určitou volatilitu na amerických akciových trzích) také několik týdnů udržoval investory v napětí. Silně medializované téma umělé inteligence (AI), které nabírá na síle, zase přispělo k velmi zvláštnímu oživení na amerických akciových trzích, které bylo po velkou část první poloviny roku taženo několika jednotlivými akciemi (především velkými technologickými firmami označovanými jako „**magnificent seven**“<sup>1</sup>, tedy velkolepá sedmička, respektive sedm statečných), které byly a jsou spojeny s úspěšným vývojem umělé inteligence. Na tento vývoj, který se opírá o velmi málo titulů, pohlížíme s jistou skepsí. Ačkoli souhlasíme s tím, že pokrok ve výzkumu umělé inteligence pravděpodobně přinese významné převratné a transformační změny v ekonomice a společnosti, krátkodobé důsledky pro podniky a společnost zatím nejsou jasné. Trhy však tyto krátkodobé dopady na podniky a ekonomiku pravděpodobně přeceňují, zatímco dlouhodobé dopady jsou podceňovány.

Japonský benchmarkový index Nikkei 225 v posledních třech měsících dokonce překonal index S&P 500, jehož hybnou silou je umělá inteligence, a nedávno dosáhl nejvyšší úrovně od roku 1990. Japonské akcie jsou opět žádané a optimismus se šíří, protože se zdá, že země vycházejícího slunce konečně překonala desetiletí stagnace a deflace. V této souvislosti jsme zvýšili doporučení pro japonské akcie z „neutrální“ na „zvýšení váhy v portfoliu“.

Ekonomika v USA i v Evropě se mezitím zdá být překvapivě silná, a to i přes masivní zvyšování úrokových sazeb v posledních čtvrtletích. Hospodářský výkon a zisky podniků se v roce 2023 zatím příliš nemění, ale vzhledem k loňským solidním číslům (v Evropě zisky podniků v indexu MSCI Europe loni vzrostly téměř o 20%) se tento vývoj jeví spíše jako konsolidace než jako krize. Zejména proto, že se v příštím roce očekává opětovný nárůst zisků podniků a růst ekonomiky. Přestože hospodářský růst v Evropě pravděpodobně zůstane spíše utlumený, revize zisků, tj. změny v odhadech zisků pro běžný kalendářní rok, se z negativního trendu (tj. klesající očekávané zisky) na začátku roku změnilo na pozitivní vývoj (rostoucí zisky).

Poslední rozhodnutí hlavních centrálních bank, amerického Federálního rezervního systému (Fed) a Evropské centrální banky (ECB), která vedla k tomu, že trhy počítaly s dalším zvyšováním úrokových sazeb, zatím nezanechala na trhu trvalý negativní dojem. Výhled ekonomiky a trhů silně závisí na vývoji inflace. Pokud by v rozporu s očekáváním, včetně toho našeho, nedošlo k jejímu snížení, mohly by centrální banky považovat za nevyhnutelné další zvyšování úrokových sazeb, které v současné době není v cenách zahrnuto. V důsledku toho nelze vyloučit, že se ekonomika ochladí víc než se očekávalo, a to až ke zjevné recesí. Takový vývoj (který však není naším základním scénářem) se v současné době neodráží v tržních cenách a pravděpodobně by vedl k výraznému poklesu akciových indexů. Na druhé straně existují známky toho, že dynamika inflace skutečně slábně, i když ne tak rychle, jak by bylo žádoucí. Pokud se tedy ukáže, že další zvyšování úrokových sazeb nad aktuálně očekávanou úroveň není nutné a ekonomika je zároveň stabilní a odolná, bude to dobrý základ pro vývoj akciových trhů v příštím roce.

<sup>1</sup> Za „magnificent seven“ se považují Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla a Alphabet.



V souvislosti se správou portfolia je třeba zvážit dvě otázky: potenciální výnosy akcií v porovnání s dluhopisy a riziko výrazného poklesu cen. Po mimořádném roce 2022, který přinesl masivní pokles cen zejména u dluhopisů, vykazují státní dluhopisy s delší splatností opět přiměřené výnosy. Například výnosy desetiletých německých státních dluhopisů se v současnosti pohybují kolem 2,5 % a výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů jsou na úrovni 3,75 %. Výnosy státních dluhopisů s kratší dobou splatnosti jsou ještě o něco vyšší. Riziko dalšího masivního poklesu cen těchto státních dluhopisů se navíc zdá být poměrně omezené vzhledem k tomu, že centrální banky se pravděpodobně přibližují k vrcholu cyklu zvyšování sazeb. Pokud by úrokové sazby v následujících čtvrtletích opět klesly (v letošním roce však výrazné snížení sazeb neočekáváme), lze kromě úrokových výnosů z dluhopisů očekávat i cenové zisky. Výsledný výkonnostní potenciál je třeba porovnat s výnosovým a rizikovým potenciálem akcií. V dlouhodobém horizontu jsou investice do široce diverzifikovaných akciových portfolií pravděpodobně výkonnější než investice do dluhopisů, ale riziko kolísání cen akcií je také výrazně vyšší než u dluhopisů. Vzhledem k výraznému nárůstu výnosů v uplynulém roce je očekávaný rozdíl ve výnosech akcií a dluhopisů v současnosti výrazně nižší než před inflační krizí, kdy převládalo prostředí s částečně zápornými výnosy. Zejména proto, že se výrazně zvýšilo riziko zpomalení ekonomiky v důsledku výrazného nárůstu nákladů na financování podniků, soukromých domácností i státního sektoru. Jak již bylo zmíněno, takové zpomalení by mohlo vést ke snížení cen akcií a nárůstu cen dluhopisů.

Podle našeho názoru má v současném ekonomickém prostředí smysl neutrální váha akcií a dluhopisů (tj. váha blízká cílenému dlouhodobému průměru obou tříd aktiv). Pokud by se ve vývoji inflace naplnil scénář tzv. „měkkého přistání“ (tj. ochlazení dynamiky inflace směrem k cílovým úrovním centrálních bank, aniž by nezbytné zvýšení úrokových sazeb uvrhlo ekonomiku do recese), rozhodně by dávalo smysl zvýšení podílu akcií v portfoliu na vysoký ve srovnání s dluhopisy. Taková situace by ve výhledu mohla nastat ke konci roku. V krátkodobém horizontu by však případný další výrazný růst cen akcií navzdory přetrvávající inflaci mohl poskytnout příležitost k taktickému snížení alokace akcií ve prospěch dluhopisů. Mezitím pozorně sledujeme vývoj inflace, další kroky centrálních bank a ekonomické prostředí. Ve střednědobém až dlouhodobém horizontu se v podstatě zdá být rozumná vyšší alokace investic do akcií, než je ta realizovaná v současnosti.

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

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

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

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

# Pohled zblízka

Transformace energetického systému: Klíčová pro EU jako průmyslovou oblast

Rok 2022 byl pro mnoho evropských společností náročný, i když se na přelomu roku nepotvrdil jasně patrný hospodářský pokles předpovídaný mnohými odborníky. Ačkoli byl růst v poslední době slabý a eurozóna se podle (revidovaných) oficiálních údajů Eurostatu za čtvrté čtvrtletí roku 2022 a první čtvrtletí roku 2023 dostala do technické recese, evropská ekonomika se v obtížném globálním prostředí ukazuje jako odolná. S příchodem teplejšího ročního období se zvýšila i důvěra na kapitálových trzích.

## CENY ENERGIÍ ZŮSTÁVAJÍ V TÉTO OBLASTI VÝZNAMNÝM URČUJÍCÍM FAKTOREM

Poté, co odklon EU od závislosti na ruských dodávkách způsobil v loňském roce prudký nárůst ceny plynu a rekordní ceny energií v EU, se evropské ekonomice zřejmě podařilo zvládnout negativní dopady ruské agrese proti Ukrajině a energetickou krizi překonat. K tomu přispěla především mírná zima, ale jistě také skutečnost, že se Evropské unii podařilo překvapivě rychle diverzifikovat dodávky energie a výrazně snížit spotřebu plynu. Výrazný pokles cen energií v letošním roce dává podnikům nejen prostor pro snížení výrobních nákladů, ale má pozitivní vliv i na spotřebitele.

Extrémní volatilita cen energií v uplynulém roce nicméně poukazuje na strukturální problémy, kterým EU čelí při transformaci svého energetického systému a odklonu od fosilních paliv. Dočasnou úlevu může přinést přesun dodávek plynu z historicky levných ruských plynovodů na dovoz dražšího zkapalněného zemního plynu (LNG). V zájmu zajištění konkurenceschopnosti však političtí činitelé, zejména v EU, čelí výzvě, jak dosáhnout zásadní rovnováhy mezi dekarbonizací na jedné straně a bezpečností dodávek a cenovou dostupností na straně druhé. Uvedené souvisí především s tím, že ceny energií zůstávají důležitým faktorem při posuzování konkurenceschopnosti průmyslové lokality. Ceny energií hrají rozhodující roli při výběru lokality zejména u energeticky náročných podniků.

Ceny fosilních paliv jsou v EU historicky vyšší než v jiných částech světa, například v USA. Tento rozdíl se ještě prohloubil v důsledku loňské útočné války Ruska proti Ukrajině, zejména u zemního plynu (viz **údaje Světové banky**<sup>2</sup> v grafu č. 1), a očekává se, že tomu tak bude i nadále.

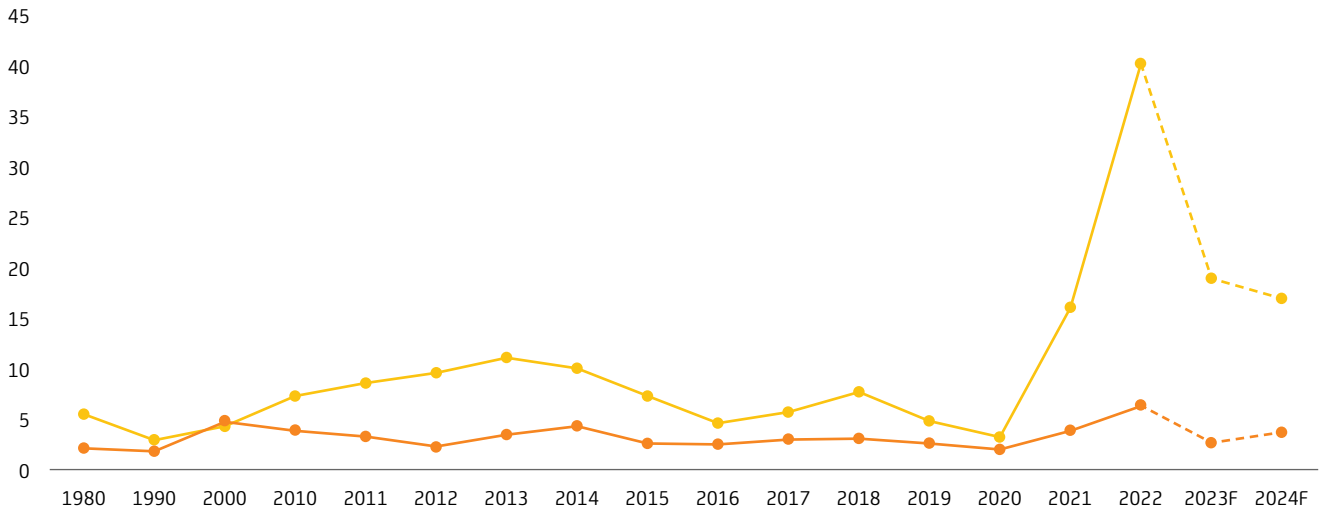
<sup>2</sup> Výhled Světové banky pro komoditní trhy je zveřejňován dvakrát ročně (v dubnu a říjnu) a poskytuje podrobnou analýzu trhu pro hlavní skupiny komodit, včetně energií. Zpráva a údaje jsou k dispozici na adrese: [www.worldbank.org/commodities](http://www.worldbank.org/commodities).



## 1. HISTORICKÉ CENY ZEMNÍHO PLYNU V EVROPĚ A USA A PROGNÓZA JEJICH VÝVOJE

● Evropa ● USA

Ceny za britskou tepelnou jednotku (BTU v USD)



Poznámka: Výkonnost dosahovaná v minulosti, simulace a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují žádné náklady. V případě investic do komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a úschovu. Výnosy z investic v cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny.

Zdroj: World Bank Commodity Markets Outlook, Statista, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

## SOUSTAVNĚ KLESAJÍCÍ NÁKLADY NA VÝROBU ENERGIE Z OBNOVITELNÝCH ZDROJŮ

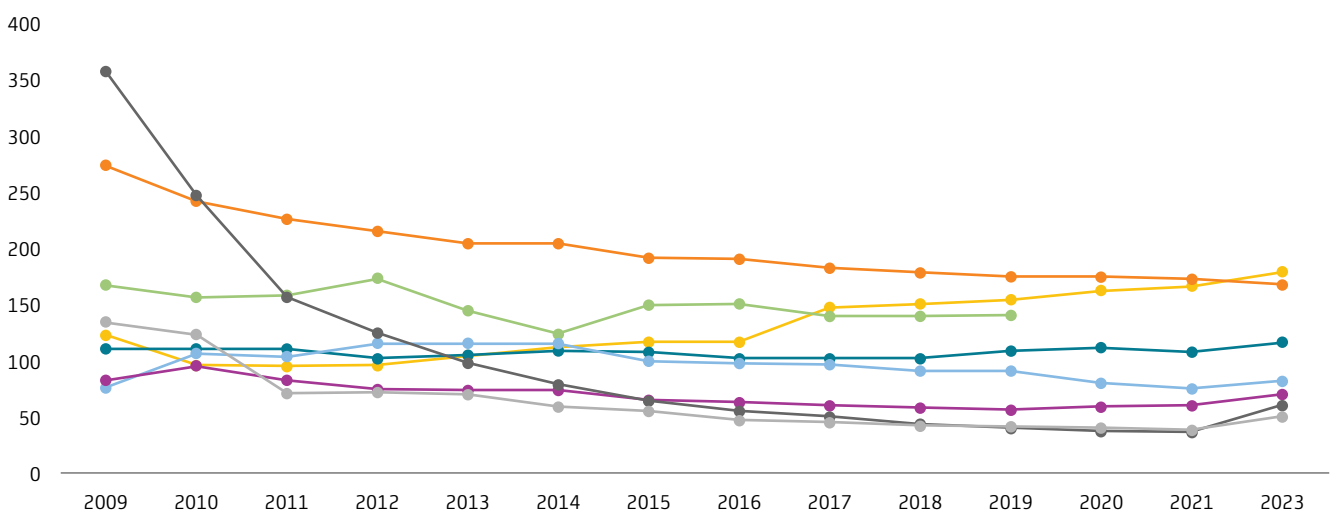
V této souvislosti je zřejmé, jakou roli hraje dekarbonizace energetického a elektroenergetického systému nejen z hlediska ochrany klimatu, ale také z ekonomického hlediska. V případě výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie lze pozorovat dlouhodobý a trvalý trend poklesu nákladů díky příznivějším cenám elektráren, vyšší účinnosti, úsporám z rozsahu a lepším podmínkám financování projektů. Nedávná **analýza** nedotovaných vyrovnaných nákladů na elektřinu nebo energii (LCoE) pro USA **společnosti Lazard Asset Management**<sup>3</sup> ukazuje, že náklady na technologie obnovitelných zdrojů energie v posledních několika letech výrazně poklesly (viz graf č. 2). Zpráva ukazuje, že vybrané technologie výroby energie z obnovitelných zdrojů jsou při srovnání s konvenčními technologiemi výroby energie za určitých okolností nákladově konkurenceschopné.

<sup>3</sup>Každý rok společnost Lazard podrobně analyzuje náklady na energii pro různé technologie výroby a skladování energie a metody výroby vodíku. Základní metodiku naleznete v aktuální zprávě (viz také 2023 Levelised Cost Of Energy, na adrese: <https://www.lazard.com/media/20200-vyg/lazards-lcoeplus-april-2023.pdf>).

## 2. SOUSTAVNĚ KLESAJÍCÍ NÁKLADY NA TECHNOLOGIE VÝROBY ENERGIE Z OBNOVITELNÝCH ZDROJŮ

● Jaderné ● Plynová špička ● Solární termální věž\*\* ● Uhlí ● Geotermální ● Plynové s kombinovaným cyklem  
● Solární FV\*\*\* ● Větrné na pevnině

Vybrané historické průměrné nedotované hodnoty LCoE pro USA (USD za 1 MWh)\*



Poznámky: \*Uvádí průměr nejvyšší a nejnižší hodnoty vyrovnaných nákladů na elektřinu nebo energii (LCoE) pro každou technologii v každém roce. \*\*Společnost Lazard při zjišťování LCoE již nedělá analýzu nákladů na solární termální technologie. \*\*\*Dřívější verze LCoE dle společnosti Lazard rozdělovaly velkokapacitní solární technologie na tenkovrstvé a krystalické podkategorie.

Zdroj: Lazard Asset Management, Roland Berger, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

Zdá se, že tento vývoj, který je mimo jiné důsledkem klesajících investičních nákladů, optimalizovaných technologií a větší konkurence, postupuje rychleji, než před lety předpovídaly mnohé modelové výpočty. Tento trend bude pravděpodobně celosvětově pokračovat, protože rozšiřování technologií výroby energie z obnovitelných zdrojů by mělo v budoucnu vést k dalšímu snižování nákladů. V USA by měly dlouhodobé daňové pobídky v rámci zákona o snížení inflace (Inflation Reduction Act – IRA) poskytnout další impuls projektům fotovoltaických (FV) i větrných elektráren, což by se vzhledem k termínům výstavby velkých elektráren mělo projevit zejména od roku 2025.

Mezinárodní agentura pro energii (IEA) ve svém **nejnovějším výhledu pro trhy energie z obnovitelných zdrojů**<sup>4</sup> rovněž očekává, že náklady na výrobu elektřiny v nových solárních a větrných elektrárnách na pevnině po nedávném zvýšení do roku 2024 opět klesnou. Na většině trhů mimo Čínu však budou pravděpodobně stále o 10–15% vyšší než před pandemií. Podle výpočtů IEA ušetří spotřebitelé elektřiny v EU v letech 2021–2023 přibližně 100 miliard EUR, protože bude možné vyrábět další elektřinu z nově instalovaných fotovoltaických a větrných elektráren. Podle IEA nové nízkonákladové větrné a fotovoltaické elektrárny nahradily od ruské invaze na Ukrajinu přibližně 230 TWh elektřiny z fosilních paliv, což přispělo ke snížení velkoobchodních cen elektřiny na všech evropských trzích.

<sup>4</sup> Viz také IEA, Renewable Energy Market Update Outlook pro roky 2023 a 2024 (odkaz: Renewable Energy Market Update – June 2023 (windows.net) [https://iea.blob.core.windows.net/assets/67ff3040-dc78-4255-a3d4-b1e5b2be41c8/RenewableEnergyMarketUpdate\\_June2023.pdf](https://iea.blob.core.windows.net/assets/67ff3040-dc78-4255-a3d4-b1e5b2be41c8/RenewableEnergyMarketUpdate_June2023.pdf))

## DŮSLEDKY PRO INVESTICE

Celosvětově očekává IEA v roce 2023 přírůstek kapacity obnovitelných zdrojů ve výši 440 gigawattů (GW), což je po dvou po sobě jdoucích letech poklesu nárůst o 107 GW oproti roku 2022, a to díky rostoucím obavám o energetickou bezpečnost, větší politické podpoře a lepší konkurenceschopnosti alternativních zdrojů energie ve srovnání s fosilními palivy. Vedle rychlejšího rozšiřování výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie by mělo být jedním z hlavních faktorů přispívajících ke snížení cen energií, zlepšení podnikatelského prostředí a zajištění energetické nezávislosti EU také zvýšení energetické účinnosti. Z dlouhodobého hlediska by transformace na energetický systém, který je nezávislý na dovozu energie z fosilních paliv, měla rovněž posílit evropskou energetickou suverenitu a celou EU jako průmyslovou oblast. Uvedené však bude vyžadovat značné investice do výroby energie, rozvodných sítí a průmyslových kapacit v mnoha odvětvích hospodářství. Z toho by měly mít do určité míry prospěch zejména podniky, které umožňují zavádění inovativních technologických řešení pro ekonomicko-ekologickou transformaci. Proto mají tato odvětví z dlouhodobého hlediska velký investiční potenciál, pokud jde o (udržitelnou) investiční strategii a odpovídající složení portfolia.



# Makroekonomická situace a trhy

Fed pozastavuje zvyšování sazeb, ECB je opět zvyšuje a signalizuje jejich další zvyšování

## USA: CITELNÉ OCHLAZENÍ EKONOMIKY TEPRVE PŘIJDE, INFLAČNÍ VLNA ZŘEJMĚ OPADÁ

Americká ekonomika je nadále překvapivě silná, i když soukromá spotřeba ztrácí dynamiku a přebytek úspor domácností z dob pandemie se zmenšuje. Nedávno se tento přebytek snížil na třetinu. V květnu byl navíc vytvořen překvapivý počet nových pracovních míst: 339 tisíc, což je čtyřměsíční maximum. Spolu se silnou revizí údajů o zaměstnanosti za březen a duben směrem nahoru tento vývoj nenaznačuje výrazné ochlazení nebo blížící se recesi americké ekonomiky. Přestože míra nezaměstnanosti mírně vzrostla na 3,7 % a růst mezd se meziročně snížil ze 4,4 % na 4,3 %, je růst mezd stále nad cílem Federálního rezervního systému (Fed), který činí 3 % až 3,5 %, což je v souladu s jeho 2% inflačním cílem. Nicméně pokračující trend jde správným směrem.

Nejnovější zveřejněné spotřebitelské ceny za měsíc květen nabízejí nový podnět k zamyšlení jak **jestřábům**<sup>5</sup>, tak **holubicím**<sup>6</sup> v Radě Fedu pro měnovou politiku. Míra inflace v USA výrazně oslabila a meziročně klesla na 4,0 % (z dubnových 4,9 %, viz graf č. 3), což je nejnižší úroveň od března 2021. Pokles byl způsoben především výrazným poklesem cen energií, zatímco ceny potravin mírně vzrostly, ačkoli se očekává, že díky lepšímu zásobování a lepší situaci na straně nabídky budou světové ceny potravin i nadále klesat. **Jádrová inflace**<sup>7</sup> v USA, která nezahrnuje volatilní složky (energie a potraviny), se v květnu rovněž meziročně snížila na 5,3 % (po 5,5 % v dubnu). Po extrapolaci na celý rok se však stále pohybuje kolem 5 %, a tedy zjevně nad úroveň přijatelnou pro Fed. Důležitým faktorem snižování inflace bude v nadcházejících měsících pravděpodobně nájemné, které v květnu meziměsíčně vzrostlo o 0,5 %, tedy o něco pomaleji než v dubnu. Jádrová inflace v sektoru služeb bez nákladů na bydlení, což je ukazatel, kterému předseda Fedu Jerome Powell věnuje zvláštní pozornost, oproti předchozímu měsíci mírně vzrostla na 0,2 %, což zhruba odpovídá průměru před pandemií. Další zmírnění inflační vlny v USA signalizují také ceny výrobců, jejichž růst v květnu výrazně zpomalil na 1,1 % meziročně poté, co v dubnu dosahovaly 2,3 % a v březnu 11,7 %.

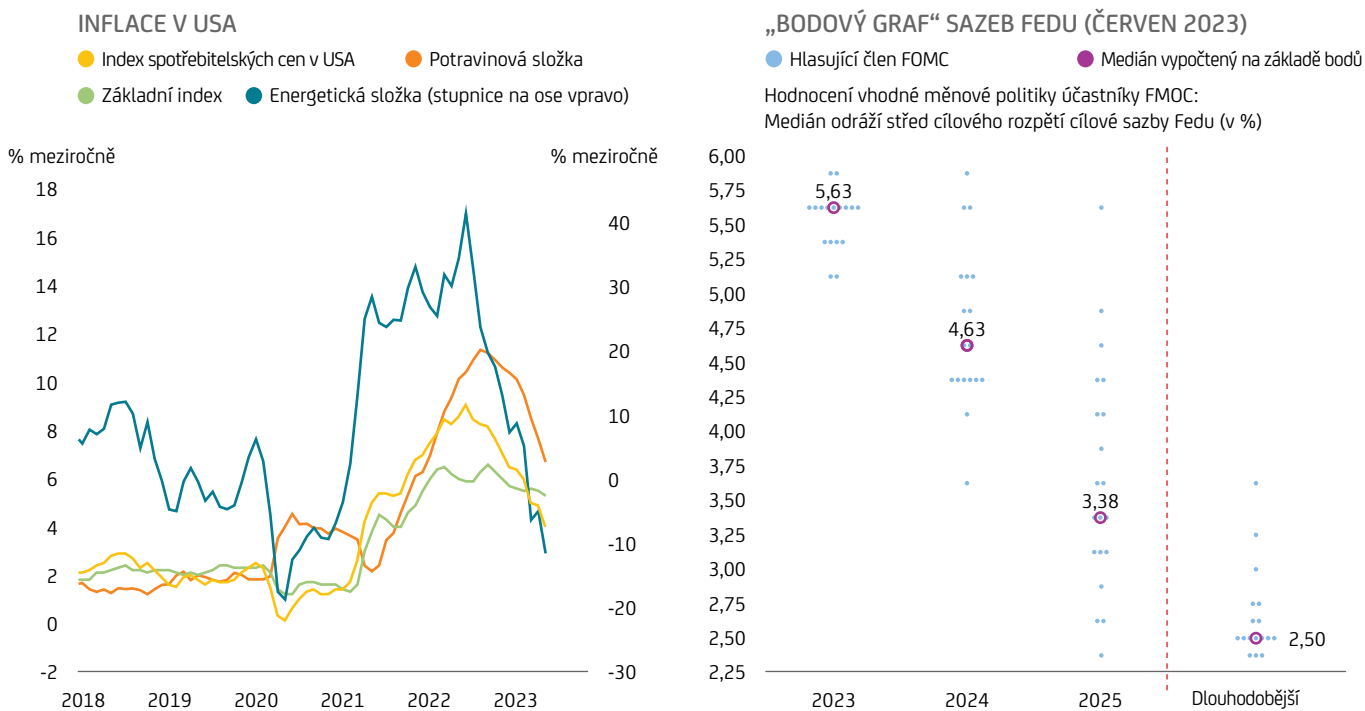
S ohledem na nejnovější údaje ponechal Fed na svém posledním zasedání cílové rozpětí hlavní úrokové sazby podle všeobecného očekávání beze změny na úrovni 5,00 %–5,25 %, ačkoli ve své komunikaci ohledně výhledu úrokových sazeb byl velmi nekompromisní. Powell zdůvodnil rozhodnutí pozastavit zvyšování sazeb tím, že zpomalení tempa zpřísňování poskytne centrální bance více času na vyhodnocení dopadu přísnější měnové politiky na obdržené údaje. Při pohledu na příští zasedání v červenci by to mohlo vyvolat dojem, že o dalším zvýšení sazeb ještě nebylo rozhodnuto. Zdá se však, že těch několik údajů, které budou ještě zveřejněny před červencovým zasedáním (tj. zprávy o inflaci a trhu práce), by muselo překvapit spíše negativně, aby Fed odradilo od dalšího zvýšení sazeb. Mediánový člen Fedu nyní očekává další zvýšení sazeb o 50 bazických bodů, což by do konce roku znamenalo zvýšení horní hranice úrokové sazby na 5,75 % (viz bodový graf v grafu č. 3). Pouze dva z 18 členů Fedu však letos neočekávají další zvyšování sazeb a nikdo neočekává jejich snížení. Mediánové sazby pro konec roku 2024 a konec roku 2025 vzrostly oproti stavu před třemi měsíci přibližně o 30 bazických bodů na 4,6 %, respektive 3,4 %. Celkově dal Fed najevo, že sice vidí známky zlepšení, a to jak v poklesu inflace, tak v situaci na trhu práce, ale vývoj je pro něj zatím příliš pomalý. Podle našeho názoru je sice další zvýšení sazeb v červenci pravděpodobné, ale o dalším zvýšení sazeb o 25 bazických bodů později v průběhu roku lze spíše pochybovat, zejména proto, že očekáváme slabší hospodářský růst a inflaci, než Fed předpokládá. Rizika pro nejbližší budoucnost však spočívají spíše v dalším zpřísňování.

<sup>5</sup> Zastánci restriktivní měnové politiky se označují jako jestřábi.

<sup>6</sup> Zastánci expanzivní měnové politiky se označují jako holubice.

<sup>7</sup> Jádrová inflace obvykle podává objektivnější obraz o vývoji základní inflace než celková míra inflace.

### 3. SNIŽOVÁNÍ INFLACE POKRAČUJE, FED POZASTAVUJE ZVYŠOVÁNÍ SAZEB, ALE SIGNALIZUJE JEJICH DALŠÍ ZVYŠOVÁNÍ



Zdroj: BLS, Federal Reserve, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

### EUROZÓNA: ECB ZVYŠUJE HLAVNÍ ÚROKOVOU SAZBU NA NEJVYŠŠÍ ÚROVEŇ ZA POSLEDNÍCH 15 LET A KONEC JE V NEDOHLEDNU

Ekonomika eurozóny se **během zimních měsíců dostala do technické recese**<sup>8</sup>: Revidované údaje o hrubém domácím produktu (HDP) ukazují **pokles růstu o 0,1 % ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 i v prvním čtvrtletí roku 2023**<sup>9</sup> (viz graf č. 4). Zpomalení bylo způsobeno především znatelným poklesem veřejných výdajů a oslabením spotřeby. Zdá se, že vysoké ceny a rostoucí úrokové sazby dopadají na domácnosti obzvláště tvrdě. Růst zaměstnanosti se naopak zrychlil z 0,3 % ve 4. čtvrtletí 2022 na 0,6 % v 1. čtvrtletí 2023 a již druhé čtvrtletí po sobě předstihl růst HDP. Po březnovém propadu (dle revidovaných údajů pokles o 3,8 %) průmyslová výroba (bez stavebnictví) v dubnu meziměsíčně vzrostla o 1,0 % (mírně nad konsenzuálním odhadem ve výši 0,8 %).

Inflace v eurozóně v květnu podle očekávání meziročně výrazně poklesla na 6,1 % (ze 7,0 % v dubnu), což dokládá, že se začíná projevovat zpřísnění měnové politiky Evropské centrální banky (ECB). Ceny energií meziročně klesly o 1,7 %, zatímco potraviny a zboží denní potřeby zůstaly tahounem cen, když v květnu vzrostly o 12,5 %. Od prosince přispívají k celkové inflaci nejvíce. Zatímco celková inflace by se měla dále zmírňovat, pozornost se nadále soustředí na to, jak trvalý je růst jádrové inflace, která nezahrnuje volatilní složky (energie a potraviny). Ta se v květnu rovněž snížila, a to z 5,6 % na 5,3 % v meziročním srovnání. Ačkolí tedy růst cen v Evropě pokračuje, roste přesvědčení, že i míra jádrové inflace možná dosáhla svého vrcholu. Jisté je, že v nadcházejících měsících i nadále představuje určité proinflační riziko inflace v sektoru služeb. Nicméně celkový trend snižování inflace by se měl od třetího čtvrtletí díky klesajícím cenám zboží zrychlit.

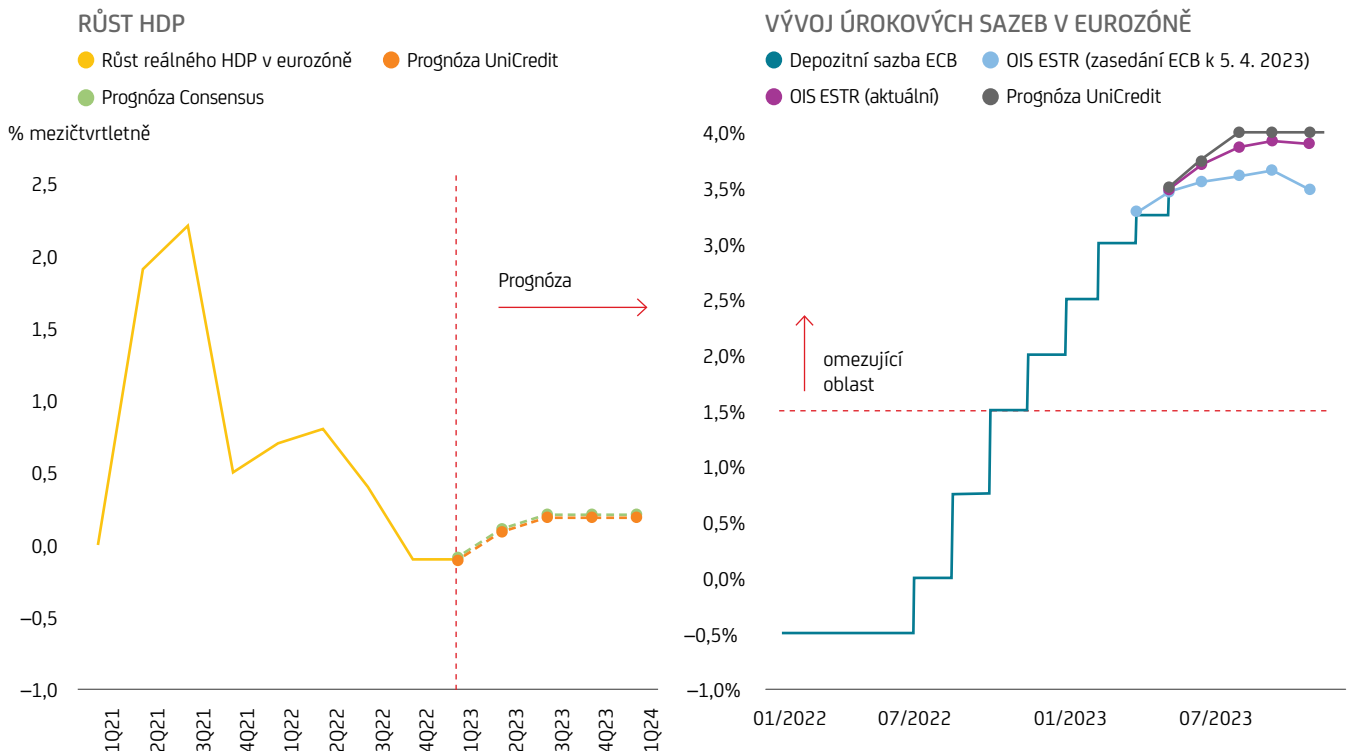
ECB nadále prokazuje své odhodlání rychle snížit inflaci na střednědobý cíl ve výši 2 %. V polovině června v souladu s obecným očekáváním opět zvýšila své hlavní úrokové sazby o 25 bazických bodů, což bylo již osmé zvýšení sazeb v řadě. Zvýšení v tomto cyklu činí kumulativně 400 bazických bodů. Depozitní sazba se tak dostala na 3,50 %, což je nejvyšší úroveň za posledních 22 let. ECB sice uznala, že inflace klesá, ale překvapivě výrazně upravila svou prognózu inflace pro celý tříletý horizont: centrální banka nyní očekává, že inflace letos dosáhne 5,1 %, v roce 2024 pak 3,0 % a v roce 2025 klesne na 2,2 %. Současně snížila svá očekávání ohledně hospodářského růstu v letošním a příštím roce, ale jen nepatrně. V porovnání s poslední březnovou prognózou tak inflace klesá pomaleji, než ECB očekávala, a podle našeho názoru aktualizované prognózy, zejména pokud jde o další vývoj jádrové inflace, jasně naznačují, že ECB by mohla pokračovat v cyklu zvyšování sazeb i po červenci. Také rétorika prezidentky ECB Christine Lagardeové na tiskové konferenci příliš nenasvědčuje tomu, že by ECB cyklus zvyšování sazeb v červenci ukončila. Lagardeová sice zopakovala, že bude při budoucím rozhodování o úrokových sazbách nadále uplatňovat přístup „založený na datech“, ale zároveň zopakovala větu z květnového zasedání, že centrální banka „má ještě co dělat“, a dodala, že v současné době „neuvazuje o tom, že by přestali“. V souladu s tím zvyšujeme naši prognózu pro depozitní sazbu z 3,75 % na maximální hodnotu 4,00 %.

<sup>8</sup> Technická recese je definována jako dvě po sobě jdoucí čtvrtletí záporného růstu.

<sup>9</sup> Hospodářství EU jako celek se však poklesu dokázalo vyhnout: V celé EU vzrostl HDP v prvním čtvrtletí o 0,1 % poté, co ve čtvrtém čtvrtletí roku 2022 klesl o 0,2 %.



#### 4. EUROZÓNA V TECHNICKÉ RECESI, ECB ZVYŠUJE HLAVNÍ ÚROKOVÉ SAZBY A NAZNAČUJE DALŠÍ ZPŘÍŠŇOVÁNÍ



Poznámka: OIS je zkratka pro Overnight Index Swap a jde o úrokový swap, který umožňuje finančním institucím měnit úrokové sazby, které platí, aniž by musely refinancovat nebo měnit podmínky úvěrů, které si vzaly u jiných finančních institucí.

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

Mezitím zpomalení růstu nefinančních podnikových úvěrů v eurozóně na 3,8 % meziročně z maxima ve výši 8,1 % v říjnu 2022 naznačuje, že cyklus zvyšování úrokových sazeb v eurozóně se blíží ke konci, i když tento konec nemusí být bezprostřední. Růst spotřebitelských úvěrů se snížil na 2,5 % meziročně z maxima ve výši 4,5 % v červnu 2022. Tento vývoj je v souladu s výsledky posledního průzkumu ECB o bankovních úvěrech ze začátku května.

#### ČÍNA: CENTRÁLNÍ BANKA SMĚŘUJE KE ZPOMALUJÍCÍMU HOSPODÁŘSKÉMU OŽIVENÍ

Hospodářská aktivita v Číně ztrácela v květnu nadále dynamiku. Průmyslová výroba meziročně zpomalila z 5,6 % na 3,5 % a růst investic do dlouhodobého majetku se meziročně snížil ze 4,7 % na 4,0 %. Na straně poptávky se maloobchodní tržby meziročně snížily z 18,4 % na 12,7 %. K nedávným poměrně neuspokojivým zveřejněným čínským údajům, které ukazují na méně dynamické oživení čínské ekonomiky, než se před několika měsíci očekávalo, se přidal i růst peněžní zásoby a objemu úvěrů, které v květnu zaostaly za očekáváním trhu.

Čínská lidová banka v polovině června překvapila trhy snížením krátkodobé základní úrokové sazby (sedmidenní reverzní repo sazby) o 10 bazických bodů na 1,9 %. Cílem tohoto opatření je podpořit hospodářskou aktivitu při slabých inflačních tlacích a neohrozit dosažení již tak neambiciózního cíle čínské vlády pro růst v roce 2023 (kolem 5 %), neboť oživení čínské domácí poptávky zjevně ztrácí na dynamice. Šlo o první snížení sazeb od srpna 2022. Čínská lidová banka rovněž snížila úrokovou sazbu u jednoletých úvěrů, tzv. střednědobé úvěrové facility, o 10 bazických bodů na 2,65 %. Pekingská vláda v nadcházejících týdnech pravděpodobně oznámí další měnověpolitická a fiskální opatření na podporu ekonomiky, a to navzdory nedávným lepším (ve srovnání s dubnem) květnovým údajům o maloobchodních tržbách, průmyslové výrobě, investicích do dlouhodobého majetku a indexu služeb. Očekáváme však spíše cílená opatření než komplexní stimulační balíček.

## ROZMACH UMĚLÉ INTELIGENCE PODPORUJE AKCIOVÉ TRHY

Akciové trhy v červnu výrazně posílily. Index S&P 500 si od začátku do poloviny června připsal přibližně 4,5 %, zatímco index Stoxx Europe 600 ve stejném období vzrostl o více než 3 %. Kromě urovnání sporu o dluh v USA (tj. pozastavení dluhového stropu do konce roku 2024) přispělo k dobrým výsledkům zejména zaměření trhů na **umělou inteligenci**<sup>10</sup>. Tento jev ještě posílil po zveřejnění čtvrtletních údajů americké technologické společnosti Nvidia, které byly výrazně lepší, než očekávali analytici. Ani vyhlídky na další zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami nedokázaly ukončit růstový trend, zejména proto, že investoři nadále předpokládají scénář „měkkého přistání“ americké ekonomiky, a tedy žádnou vážnou recesi. Index S&P 500 zakončil druhý červnový týden o více než 20 % nad svým minimem z října 2022 dosaženým na konci obchodování, čímž splnil čistě technické kritérium pro počátek rostoucího trhu. Vzhledem k mnoha nejistotám v oblasti inflace, hospodářského vývoje a nastavení měnové politiky však vidíme riziko možných komplikací do konce roku.

V případě dluhopisů způsobila rozhodnutí Fedu a ECB o úrokových sazbách a zvýšení prognóz klíčových úrokových sazeb jen malý pokles cen, protože obě tato rozhodnutí byla trhy v období před zasedáním do značné míry očekávána. Od začátku do poloviny června výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů mírně vzrostly, přibližně o 15 bazických bodů, zatímco výnosy desetiletých německých státních dluhopisů vzrostly o dobrých 20 bazických bodů. Zvýšení úrokových sazeb ECB a následné další snížení úrokového diferenciálu vůči Fedu podpořilo kurz eura vůči americkému dolaru, který posílil zhruba o 1,5 % a nedávno se znovu přiblížil hranici 1,10. Na komoditních trzích se cena zlata od začátku června víceméně neměnila. Naopak cena ropy Brent po prudkém poklesu v předchozím měsíci (přibližně o 8 %) opět mírně posílila (přibližně o 3 %). Trh podpořila především vyhlídka na další snížení produkce ze strany OPEC+. Na začátku června členové OPEC+ oznámili svůj záměr dále snížit svůj cíl pro produkci ropy v roce 2024 přibližně o 1,4 milionu barelů denně. Saúdská Arábie rovněž oznámila jednostranné snížení své produkce o 1 milion barelů denně, počínaje červencem. Cena ropy Brent se naposledy pohybovala kolem 76 USD za barel, což je přibližně o 3 % více než v předchozím měsíci (k 18. červnu 2023).

<sup>10</sup> Umělá inteligence označuje myšlení nebo jednání počítače, robota nebo stroje podobné lidskému. Systém se učí ze svých chyb a může na stejný úkol nebo problém reagovat jinak bez nutnosti přeprogramování. Mnoho aplikací je však zatím stále pouze ve vývoji. Velké korporace jako Google, Facebook a Microsoft prohlásily oblast výzkumu umělé inteligence za jeden ze strategicky nejdůležitějších směrů svého firemního rozvoje.



# Alokace aktiv – správa našeho portfolia

| Aktiva                      |   | Investiční prostředí                         | Investiční pohled |           |           |
|-----------------------------|---|--|-------------------|-----------|-----------|
|                             |   |  | Negativní         | Neutrální | Pozitivní |
| Hlavní třídy aktiv          |   | Globální akcie                               | ○                 | ●         | ○         |
|                             |   | Globální dluhopisy                           | ○                 | ●         | ○         |
|                             |   | Peněžní trhy                                 | ○                 | ●         | ○         |
|                             |   | Alternativy                                  | ○                 | ●         | ○         |
| Hlavní třídy aktiv podrobně | Akcie   | USA  | ○                 | ●         | ○         |
|                             |   | Evropa                                       | ○                 | ●         | ○         |
|                             |   | Pacifik (DM1)                                | ○                 | ○         | ●         |
|                             |   | Rozvíjející se trhy                          | ○                 | ●         | ○         |
|                             | Dluhopisy                                     | Státní dluhopisy zemí EMU                    | ○                 | ●         | ○         |
|                             |   | Státní dluhopisy zemí mimo EMU               | ○                 | ●         | ○         |
|                             |   | EUR IG podnikové dluhopisy                   | ○                 | ○         | ●         |
|                             |   | Podnikové dluhopisy HY                       | ●                 | ○         | ○         |
|                             |   | Dluhopisy rozvíjejících se trhů (tvrdá měna) | ○                 | ●         | ○         |
|                             | Dluhopisy rozvíjejících se trhů (místní měna) | ○  | ○                 | ●         |           |
|                             | Komodity                                      | Ropa   | ○                 | ●         | ○         |
|                             |   | Zlato  | ○                 | ○         | ●         |

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

Očekáváme, že globální růst výrazně zpomalí na přelomu letošního a příštího roku, jakmile se plně projeví účinky vyšších sazeb a spotřebitelé postupně vyčerpají své nadbytečné úspory, které si vytvořili během pandemie. Makroekonomické údaje za druhé čtvrtletí se celosvětově zhoršují, zejména v eurozóně, kde je růst minimální a Německo vstoupilo do technické recese, a v Číně, kde je oživení zklamáním. Trh práce v USA je zatím překvapivě odolný, což pravděpodobně oddálí výraznější zpomalení na čtvrté čtvrtletí letošního roku nebo na začátek roku příštího. Rovněž očekáváme, že celková i jádrová inflace na vyspělých trzích v nadcházejících měsících ochladí.

V této souvislosti potvrzujeme, že výrazně preferujeme kvalitní dluhopisy, jako jsou podnikové dluhopisy investičního stupně a státní dluhopisy. Růst výnosů amerických dluhopisů v důsledku ukončení patové situace ohledně dluhového stropu a následného očekávaného odlivu likvidity v důsledku kvantitativního přišňování a aukcí státních pokladničních poukázek totiž nabízí zajímavé střednědobé až dlouhodobé nákupní příležitosti, a to jak z hlediska **carry trade**<sup>11</sup> (podnikové dluhopisy investičního stupně), tak z hlediska makrozajištění pro případ prudkého zpomalení nebo recese (státní dluhopisy s dlouhou dobou splatnosti).

U podnikových dluhopisů s vysokým výnosem zůstáváme opatrní vzhledem k relativně nižší likviditě na těchto trzích a také vzhledem ke spreadům, které ještě plně nezohledňují zpomalení příslušných ekonomik.

Navzdory jejich zajímavému carry potenciálu jsme snížili hodnocení dluhopisů EM v tvrdé měně z pozitivního na neutrální, protože preferujeme kvalitní dluhopisy. Nadále zachováváme defenzivní a selektivní strategii a vyhýbáme se zemím s vysokým zahraničním dluhem a schodkem běžného účtu.

<sup>11</sup> „Carry trades“ zde označuje strategii investování do aktiv s vyšší výnosovou mírou.

Akcie podpořilo období s pozitivními výsledky ve druhém čtvrtletí, vyřešení sporu o dluhový strop a snížení obav z problémů v bankovním sektoru. Kromě toho investoři pozitivně hodnotí změnu politiky centrální banky ve střednědobém horizontu a věří, že hospodářské zpomalení nevyústí v silnou recesi (nebo tvrdé přistání). Jinými slovy, s ohledem na opožděný účinek vyšších úrokových sazeb zatím nelze plně vyloučit podstatné riziko zklamání ze zisků v nadcházejících měsících.

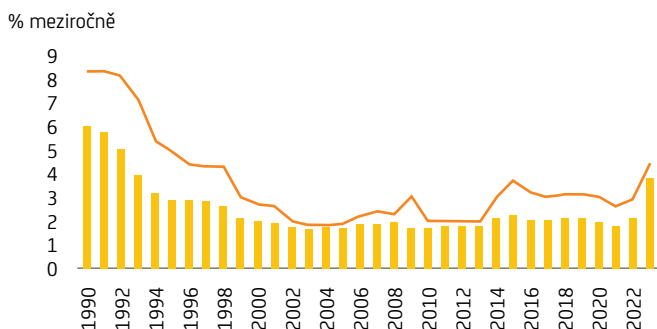
V případě akcií zůstáváme konstruktivní a aktivně řídíme regionální, odvětvovou a stylovou alokaci.

S ohledem na to jsme začali u akcií upravovat regionální alokaci s tím, že jsme zvýšili hodnocení Japonska z neutrálního na pozitivní. Růst mezd a zvyšující se inflace, bez relevantního krátkodobého rizika restriktivnější politiky japonské centrální banky a posilování japonského jenu, jsou ve skutečnosti pozitivními faktory pro Japonsko, které se dostává z dlouhé fáze deflace. Kromě toho růst zisků podniků a reforma tokijské burzy podporují intenzivní aktivitu při zpětném odkupu akcií (viz graf č. 5).

## 5. JAPONSKO: ROSTOUCÍ MZDY

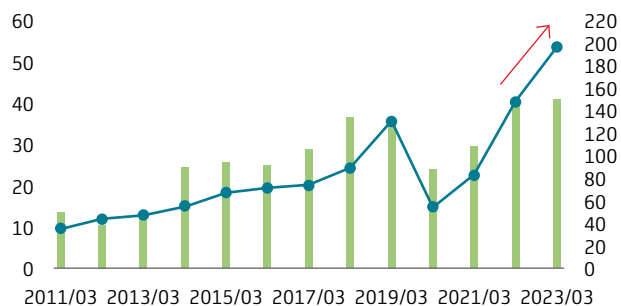
VÝSLEDEK VYJEDNÁVÁNÍ O MZDÁCH V ROCE 2023 ZNAMENÁ NEJVYŠŠÍ CELKOVÝ NÁRŮST MEZD ZA POSLEDNÍCH 30 LET

- Dohodnuté zvýšení mezd (celková mzda)
- Požadavek odborů



SOUHRNNÝ ČISTÝ PŘÍJEM INDEXU TOPIX\* A POČET OZNÁMENÍ O ZPĚTNÉM ODKUPU AKCIÍ

- Čistý zisk v bilionech JPY (stupnice na ose vlevo)
- Souhrnný počet plánovaných zpětných odkupů během výsledkové sezony (stupnice na ose vpravo)



\* Na základě podniků zahrnutých v indexu TOPIX s fiskálním rokem končícím v březnu. Zpětné odkupy akcií v období od 1. dubna do 15. května každého roku.  
Zdroj: Rengo, World Gold Council, BoFA Global Research, QUICK, oddělení investiční strategie skupiny UniCredit

V ostatních makroblastech zůstáváme neutrální, přičemž americké akcie jsou podporovány růstovými akciemi, konkrétně akciemi velkých technologických společností a zejména společností řazených do skupiny „magnificent seven“, tj. vyhlídkami v oblasti umělé inteligence, ale také oživením akcií s nízkou kapitalizací.

## 6. ZNEPOKOJIVÁ KONCENTRACE NA TRHU S&P 500

Tržní kapitalizace skupiny magnificent seven jako procentní podíl na S&P 500



Zdroj: BoFA Global Investment Strategy, Bloomberg, oddělení investiční strategie skupiny Unicredit

Relativní nadvýnos evropských akcií již není opodstatněný vzhledem k oslabení makroekonomické dynamiky, o čemž svědčí přísnější úvěrování, konec stimulace, kterou přinášely klesající ceny plynu, restriktivní politika ECB a nižší váha technologických akcií. Rozvíjející se trhy byly ovlivněny slábnoucím oživením čínské ekonomiky, ale nyní je pozitivně ovlivňují očekávání měnového a fiskálního uvolnění, které podle našich předpokladů bude cílené a omezené, aby se zabránilo globální finanční krizi.

Pokud jde o stylovou a odvětvovou alokaci, jsme flexibilnější, protože s ohledem na střednědobá očekávání umírněnější politiky Fedu očekáváme, že oživení růstových sektorů bude pokračovat. Vzhledem k nejistotě na makroúrovni se však raději soustředíme na růst kvality. Obecněji řečeno, znovu potvrzujeme, že dáváme přednost společnostem se silou určovat ceny a vynikající tvorbou peněžních toků.

Pokud jde o americký dolar, měl by se vůči euru obchodovat stabilně v obvyklém rozmezí, neboť očekávání odloženého snížení sazeb Fedu a oslabující makroekonomický vývoj v eurozóně jsou vyváženy posledním zasedáním ECB, kde byla zvolena restriktivní politika.

Co se týče komodit, ceny ropy jsou nepříznivě ovlivněny obavami ze zpomalení globálního růstu, a to i přes nedávné škrty v produkci OPEC+. Zlato by mělo i nadále těžit ze své role bezpečného útočiště a ze střednědobých očekávání ohledně uvolňování politiky Fedu.



## Investiční strategie skupiny UniCredit – postoje k alokaci aktiv

### NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ AKCIE

Odolnost akcií je způsobena očekáváním investorů ohledně obratu v politice Fedu a také důvěrou, že se podaří zabránit tvrdému přistání. Vzhledem k opožděnému dopadu vyšších úrokových sazeb je zde podstatné riziko zpomalení růstu zisku v nadcházejících měsících.

### NEUTRÁLNÍ EVROPSKÉ AKCIE

Slábnoucí makroekonomická dynamika, zatímco ECB zůstává v krátkodobém horizontu restriktivní. Evropské akcie však nabízejí dobré příležitosti pro svou hodnotu a kvalitu.

### NEUTRÁLNÍ AMERICKÉ AKCIE

Silný, i když slábnoucí trh práce a odolnost zisku, ale nejistota ohledně rozsahu hospodářského zpomalení. Také Fed pozastavující v červnu restriktivní politiku a nadměrná koncentrace na trhu S&P 500.

### NEUTRÁLNÍ AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

Čínské oživení ztrácí na síle a očekáváme cílené uvolnění měnové a fiskální politiky. Celkově je ocenění akcií rozvíjejících se trhů nízké. Důrazně se doporučuje selektivita při výběru zemí a sektorů v rozvíjejících se zemích.

### POZITIVNÍ PACIFICKÉ AKCIE (ZMĚNA Z NEUTRÁLNÍHO)

Růst mezd a zvyšující se inflace, bez podstatného krátkodobého rizika restriktivnější politiky japonské centrální banky a posilování jenu, jsou pozitivními faktory pro Japonsko, které se dostává z dlouhé fáze deflace. Kromě toho růst zisků podniků a reforma tokijské burzy podporují intenzivní aktivitu při zpětném odkupu akcií.

### NEUTRÁLNÍ GLOBÁLNÍ DLUHOPISY

Slábnoucí růst a ochlazení inflace v nadcházejících měsících podporují naši preferenci „kvalitních dluhopisů“.

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

Výnosy jsou atraktivní, ale vzhledem k relativně nízkým rozpětím se v případě prudkého oslabení makroekonomického vývoje ještě více přikláníme ke kvalitním dluhopisům a volíme selektivní a defenzivní strategii.

### NEGATIVNÍ PODNIKOVÉ DLUHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSEM

Rozpětí na tomto trhu zatím plně nezohledňuje možné zpomalení ekonomiky, zejména v USA, v důsledku přísnějších podmínek pro poskytování úvěrů. Také likvidita je relativně nízká.

### NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU

Zhoršující se makroekonomická situace a nižší inflace udržují konstruktivní pohled na tuto třídu aktiv navzdory stále restriktivní politice ECB.

### NEUTRÁLNÍ STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU

Podpořeno očekáváním uvolnění politiky Fedu ve střednědobém horizontu a klesající inflací.

### NEUTRÁLNÍ DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V TVRDÉ MĚNĚ (ZMĚNA Z POZITIVNÍHO)

Zajímavý carry potenciál, ale zaměření na kvalitní dluhopisy nás vede ke snížení hodnocení dluhopisů EM v tvrdé měně z pozitivního na neutrální. Nadále zachováváme defenzivní a selektivní strategii a vyhýbáme se zemím s vysokým zahraničním dluhem a schodkem běžného účtu.

### POZITIVNÍ DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ V MÍSTNÍ MĚNĚ

Očekávání uvolnění politiky Fedu v první polovině roku 2024 a oslabení amerického dolaru.

### NEUTRÁLNÍ PENĚŽNÍ TRHY

Zajímavé výnosy, ale my dáváme přednost investicím do tříd aktiv s pevným vyšším výnosem, jako jsou státní dluhopisy a podnikové dluhopisy investičního stupně v eurech.

### NEUTRÁLNÍ ALTERNATIVY

Nabízejí portfoliím možnost zabránit korelaci, zatímco reálná aktiva těží ze své role zajišťování proti inflaci.

### NEUTRÁLNÍ KOMODITY

Negativně ovlivněny obavami z globálního zpomalení s potenciální úlevou v případě agresivnějšího než očekávaného měnového a fiskálního uvolnění v Číně.

### POZITIVNÍ ZLATO

Podpořeno střednědobým očekáváním poklesu úrokových sazeb v USA.

### MĚNY

Americký dolar by se měl vůči euru obchodovat stabilně v obvyklém rozmezí. Zdá se, že ECB v nejbližší době volí restriktivnější politiku než Fed, ale makroekonomická dynamika v eurozóně vypadá hůře než v USA.

# Sloupky

Dialog místních investičních ředitelů s klienty

## Odpovědi z Itálie

### **JAKÁ JSOU RIZIKA PRO STÁTNÍ DLUHOPISY EUROZÓNY, KDYŽ ECB POKRAČUJE VE ZVYŠOVÁNÍ SAZEB?**

Na svém zasedání 15. června zvýšila ECB tři referenční sazby o 25 bazických bodů: úrokové sazby pro hlavní refinanční operace a operace v rámci zápůjční a vkladové facility se tak s účinností od 21. června 2023 zvýšily na 4,00 %, 4,25 % a 3,50 %. Hlavní důvod pro toto rozhodnutí lze hledat v dynamice inflace. Zatímco inflace vykazuje známky ochlazení a snižování, ECB se obává, že tato dynamika je stále příliš pomalá a pozvolná a mohla by mít vedlejší účinky na trhu práce v podobě růstu mezd. Ty by pak mohly podpořit další růst cen zboží a služeb. Stručně řečeno, je uvedeným cílem přerušit možný začarovaný kruh.

Toto zvýšení sazeb ze strany ECB bylo trhem všeobecně očekáváno. Následná prohlášení na tiskové konferenci naopak překvapila. Před červnovým zasedáním se totiž všeobecně věřilo, že ECB cyklus zvyšování sazeb uzavře na následujících dvou zasedáních: v červnu a červenci. Nyní se naopak zdá, že i po konci léta může dojít k dalšímu zvýšení. V rozporu s tím, co jsme mohli očekávat, nemělo toto nepříjemné překvapení ve srovnání se zeměmi s ratingem AAA, jako je Německo, žádný zvláštní vliv ani na úroveň dlouhodobých výnosů, ani na spready zemí s vyšším dluhem, jako je Itálie.

Důvody jsou různé. Investoři se domnívají, že ekonomika eurozóny zpomaluje: ukazují to některé makroekonomické údaje a také průzkumy úvěrových podmínek, které ukazují nejvyšší zápůjční úrokové sazby za posledních deset let a prudký pokles poptávky podniků a spotřebitelů po úvěrech. Je tedy pravděpodobné, že větší krátkodobé zvýšení se v průběhu roku 2024 promění ve větší snížení, a proto je čistý efekt na výnosy dluhopisů s delší splatností téměř nulový. Spready periferních zemí, a zejména italských státních dluhopisů, zůstávají stabilní, protože důvěryhodnost ECB, která chce čelit roztržičnosti v eurozóně (velmi rozdílné podmínky financování vládami v této oblasti), zůstává vysoká. Je tomu tak proto, že snížení nákupů je úměrné různým úrovním zadlužení, a proto má dopad i na Německo a Francii. V neposlední řadě roste poptávka domácích investorů, o čemž svědčí nedávný úspěch emise BTP Valore v Itálii, kde ministerstvo financí umístilo rekordní částku 18 miliard EUR.

Díky tomuto souboru faktorů je proto zajímavější investovat do státních dluhopisů, které dnes představují efektivní kombinaci dobrého potenciálního výnosu (zejména vzhledem k tomu, že nominální výnosy jsou na nejvyšších úrovních za poslední desetiletí) a ochrany před případnými fázemi nestability.

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

## Odpovědi z Rakouska

### PROČ SE JAPONSKÉ AKCIE OPĚT DOSTÁVAJÍ DO HLEDÁČKU INVESTORŮ?

Rozhovory s našimi klienty se jen zřídka stočí k tématu japonských akcií. Rychle bývají zmíněny faktory, jako je bankovní krize v 90. letech, dlouhá desetiletí deflace, stárnutí populace a vysoký státní dluh, které mnoho diskusí ukončují již v zárodku. To jsou jistě pádné argumenty proti investování do japonských akcií a představují riziko. Chceme se však také blíže zabývat nabízenými příležitostmi. Možná je pověst této třídy aktiv horší, než jak ukazuje trh jako takový. Již v roce 2022 japonský akciový trh překonal trhy v USA nebo Evropě (bez vlivu měnového vývoje). Tento trend pokračoval i v roce 2023. To si uvědomil i Warren Buffet a v průběhu roku postupně zvyšoval podíl japonských akcií ve svém portfoliu. Co je však příčinou toho, že se japonské akcie opět dostávají do hledáčku investorů?

Ocenění japonských akcií je již několik let, ne-li desetiletí, extrémně nízké. To však nikdy nestačilo k tomu, aby se trh dostal do nových, nepředstavitelných výšin. Pro investování v Japonsku však hovoří i další argumenty:

- S růstem míry inflace po celém světě je deflace v Japonsku také minulostí, alespoň dočasně. Země se však nepotýká s dvouciferními procentními nárůsty cen, jako tomu bylo částečně v Evropě. Spíše se vrátila „zdravá“ úroveň inflace. Jádrová inflace (bez energií a čerstvých potravin) se v posledních měsících pohybovala kolem hranice 4%. Z tohoto důvodu japonská centrální banka zatím nepovažuje za nutné otáčet šroubem úrokových sazeb. Tím se situace liší od USA nebo Evropy, kde vyšší úrokové sazby představují riziko pro ekonomiku.
- Japonsko dlouho udržovalo restriktivní opatření k omezení pandemie. To také negativně ovlivnilo cestovní ruch. Zahraniční hosté byli do země vpouštěni jen v omezené míře, čímž Japonsko přišlo o důležitou podporu mnoha průmyslových odvětví. Znovuotevření země nyní přináší také oživení cestovního ruchu. Slabý japonský jen v porovnání s mnoha jinými měnami podporuje nejen vývozní průmyslová odvětví, ale také cestovní ruch, díky němuž se Japonsko opět jeví jako cenově dostupné místo, kde strávit dovolenou.
- Japonské podniky mají vysoké peněžní rezervy. Již několik let se toto zvyšování dividend stále častěji využívá také ke zpětnému odkupu akcií ve prospěch akcionářů. Toho je možné dosáhnout, aniž by se výrazně zvýšily výplatní poměry (ve vztahu k dosaženému zisku).
- Japonský premiér Fumido Kišida uskutečnil ohlášené reformy, které mají opět zatraktivnit investice pro domácí občany. Zdanění dividend a kapitálových zisků sazbou 20% bude při splnění určitých kritérií zrušeno. Díky těmto opatřením vláda očekává, že domácí střadatelé, kteří mají úspory ve výši přibližně 2 000 bilionů JPY (asi 13 bilionů EUR), budou více investovat do akcií. Platí to zejména v souvislosti s vyšší inflací, která vyžaduje dodatečné výnosy pro zajištění důchodů.

Při investování do japonských akcií je třeba postupovat nanejvýš selektivně a dbát na diverzifikaci. V úvahu je třeba vzít také výše uvedená rizika a potenciální negativní dopady změny politiky centrální banky. Výnosy zahraničních investorů může navíc výrazně ovlivnit vývoj jenu vůči ostatním měnám. Celkově se domníváme, že příležitosti převažují nad riziky. V této souvislosti jsme zvýšili doporučení pro japonské akcie z „neutrální“ na „zvýšení váhy v portfoliu“. Vzhledem k tomu, že většina mezinárodních investorů se Japonsku v posledních letech vyhýbala obloukem, vidíme velkou šanci, že se k tomuto novému trendu přidají i oni.

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



## **PODNIKY V EUROZÓNĚ JSOU OPAKOVANĚ OBVIŇOVÁNY Z TOHO, ŽE ZVYŠOVÁNÍM SVÝCH ZISKOVÝCH MARŽÍ PODPORUJÍ INFLACI. EXISTUJÍ NĚJAKÉ DŮKAZY PRO TUTO TZV. HAMIŽFLACI?**

Inflace v eurozóně, která rostla již v roce 2021, v loňském roce výrazně zrychlila – zejména v důsledku omezení nabídky, které vedlo ke zvýšení nákladů v mnoha odvětvích (inflace tlačená náklady). Ve skutečnosti lze pozorovat, že v důsledku vypuknutí pandemie covidu před dvěma lety zisky podniků v eurozóně zpočátku klesaly výrazněji než mzdy zaměstnanců. Po pandemické kumulaci vysokých úspor domácností se však zisky podniků ve fázi po pandemii zotavovaly, zejména v loňském roce, výrazněji než mzdy a nominální HDP. Vzhledem k tomu, že ziskové marže jsou klíčovým faktorem určujícím, kdy a jak rychle dojde k ochlazení jádrové inflace v eurozóně, několik členů výkonné rady ECB, včetně prezidentky Christine Lagardeové, v poslední době také upozornilo na to, že mnohé podniky v EU nejenže dokázaly své vyšší vstupní náklady v plné míře přenést na zákazníky, ale ve skutečnosti zvýšily své ceny nad úroveň růstu nákladů.

Některé průzkumy však naznačují, že růst marží nyní dosáhl vrcholu a v některých odvětvích může dojít k jejich určitému snížení. Odbory se zase snaží vyjednat vyšší mzdy v souvislosti s vyššími zisky podniků, k čemuž by měl přispět napjatý trh práce. Vyšší mzdy v minulosti brzdily růst marží, protože rostoucí mzdové náklady obecně snižují zisky podniků. Při pohledu na vývoj údajů o inflaci v nadcházejících měsících se proto pravděpodobně zaměříme nejen na růst ziskových marží, ale také na růst mezd.

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

**VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXŮ FINANČNÍCH TRHŮ**

| Od  | 19. 6. 22 | 19. 6. 18 | 19. 6. 19 | 19. 6. 20 | 19. 6. 21 | 19. 6. 22 | 19. 6. 18 | 1. 1. 23  |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Do  | 19. 6. 23 | 19. 6. 19 | 19. 6. 20 | 19. 6. 21 | 19. 6. 22 | 19. 6. 23 | 19. 6. 23 | 19. 6. 23 |
| <b>Aktiové indexy (celkový výnos, v %)</b>                                    |           |           |           |           |           |           |           |           |
| MSCI World (v USD)  | 21,6      | 5,0       | 3,5       | 35,9      | -15,4     | 21,6      | 55,0      | 14,9      |
| MSCI Emerging Markets (v USD)   | 5,4       | -1,4      | -2,2      | 40,0      | -24,3     | 5,4       | 6,7       | 8,3       |
| MSCI US (v USD)   | 22,0      | 7,9       | 7,8       | 37,6      | -13,7     | 22,0      | 72,4      | 16,0      |
| MSCI Europe (v EUR)   | 18,8      | 4,3       | -4,0      | 27,4      | -8,3      | 18,8      | 39,8      | 11,6      |
| MSCI AC Asia Pacific (v USD)  | 10,7      | -3,6      | 2,3       | 33,5      | -22,8     | 10,7      | 12,3      | 9,4       |
| STOXX Europe 600 (v EUR)  | 18,4      | 4,0       | -2,8      | 27,8      | -9,4      | 18,4      | 39,5      | 11,4      |
| DAX 40 (Německo v EUR)  | 23,4      | -2,9      | -0,2      | 25,8      | -16,5     | 23,4      | 26,2      | 16,4      |
| MSCI Italy (v EUR)  | 34,3      | 0,7       | -9,1      | 30,4      | -11,4     | 34,3      | 44,3      | 20,1      |
| ATX (Rakousko, v EUR)   | 9,7       | -6,0      | -21,1     | 53,4      | -9,8      | 9,7       | 14,0      | 5,3       |
| SMI (Švýcarsko, v CHF)  | 11,6      | 21,6      | 6,4       | 20,7      | -10,5     | 11,6      | 54,9      | 8,6       |
| S&P 500 (USA, v USD)  | 22,1      | 8,1       | 7,0       | 35,9      | -11,7     | 22,1      | 73,5      | 15,8      |
| Nikkei (Japonsko, v JPY)  | 31,5      | -2,2      | 7,1       | 31,6      | -8,8      | 31,5      | 62,8      | 29,2      |
| CSI 300 (Čína, v jüanech)   | -6,6      | 5,1       | 9,4       | 28,6      | -13,9     | -6,6      | 16,5      | 2,3       |
| <b>Indexy dluhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>                         |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)  | -1,3      | 11,0      | 16,2      | -4,3      | -12,9     | -1,3      | 5,7       | 2,1       |
| Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)  | -0,6      | 7,5       | 10,4      | -3,0      | -10,2     | -0,6      | 2,8       | 1,9       |
| Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)                               | 2,3       | 9,6       | 9,8       | 4,0       | -14,3     | 2,3       | 9,7       | 3,0       |
| Německé 10Y dluhopisy (v EUR)   | -4,4      | 7,9       | 1,5       | -1,4      | -15,8     | -4,4      | -12,7     | 1,9       |
| Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)                                    | -3,5      | 6,2       | 2,4       | 0,3       | -14,3     | -3,5      | -9,5      | 1,8       |
| Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)                                 | 0,7       | 4,1       | -0,2      | 3,4       | -13,7     | 0,7       | -6,3      | 1,9       |
| <b>Výnosy dluhopisů (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)</b>    |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)  | 58        | -87       | -131      | 74        | 173       | 58        | 90        | -1        |
| Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)  | 95        | -79       | -136      | 41        | 234       | 95        | 150       | 9         |
| Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)                               | 74        | -71       | -103      | -19       | 271       | 74        | 149       | 4         |
| Německé 10Y dluhopisy (v EUR)   | 86        | -66       | -13       | 19        | 190       | 86        | 212       | -4        |
| Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)                                    | 88        | -55       | -22       | 3         | 198       | 88        | 209       | -3        |
| Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)                                 | 71        | -46       | 19        | -43       | 310       | 71        | 306       | 2         |
| <b>Rozpětí státních dluhopisů (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)</b> |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)                        | -15       | 6         | 29        | -71       | 63        | -15       | 13        | -3        |
| Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)                              | -100      | 76        | 199       | -283      | 200       | -100      | 81        | -64       |
| Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)                  | -27       | 1         | 20        | -39       | 90        | -27       | 44        | 0         |
| Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)                       | -117      | 30        | 140       | -212      | 250       | -117      | 79        | -69       |
| <b>Sazby peněžního trhu (změna v bazických bodech)</b>                        |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Libor (USD, 3 měsíce)   | 342       | 6         | -204      | -17       | 196       | 342       | 319       | 75        |
| Euribor (EUR, 3 měsíce)   | 372       | -1        | -7        | -16       | 37        | 372       | 387       | 142       |
| <b>Směnné kurzy eura (změna v %)</b>  |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Americký dolar (EUR-USD)  | 4,2       | -2,8      | -0,9      | 6,0       | -12,2     | 4,2       | -6,0      | 2,4       |
| Britská libra (EUR-GBP)   | -0,3      | 1,5       | 1,5       | -4,7      | 0,0       | -0,3      | -2,7      | -3,9      |
| Švýcarský frank (EUR-SFR)   | -3,3      | -2,8      | -4,4      | 2,6       | -7,5      | -3,3      | -15,4     | -0,8      |
| Japonský jen (EUR-JPY)  | 9,7       | -4,2      | -1,6      | 9,3       | 6,9       | 9,7       | 20,8      | 10,2      |
| <b>Komodity (změna v %)</b>   |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Komoditní index (GSCI, v USD)   | 6,4       | 4,9       | 23,9      | -0,2      | 2,9       | 6,4       | 45,6      | 7,4       |
| Průmyslové kovy (GSCI, v USD)   | -8,7      | -16,3     | -6,4      | 48,4      | 4,8       | -8,7      | 11,1      | -5,2      |
| Zlato (v USD za ryzí unci)  | 6,1       | 5,5       | 25,7      | 3,0       | 3,8       | 6,1       | 52,7      | 7,5       |
| Ropa (Brent, v USD za barel)  | -32,7     | -17,1     | -34,2     | 77,1      | 54,7      | -32,7     | 1,9       | -10,3     |

Upozornění: Minulé hodnoty a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v cizích měnách mohou růst nebo klesat také v důsledku kolísání měny. Takzvané syntetické dluhopisy se vypočítávají tak, aby odrážely výkonost státních dluhopisů s pevnou dobou splatnosti. V každém případě se jako referenční hodnota pro možnost výnosu syntetického dluhopisu použije „nejvhodnější“ reálný federální dluhopis v příslušném období. Vývoj očekávaného výnosu do 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 rozdílné hodnocení rizika investory pro příslušné produkty nebo země (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují žádné náklady. V případě měn a komodit nejsou zahrnutы vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 19. 6. 2023.

# Právní upozornění

Tato publikace společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank AG (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.

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. Více informací naleznete zde: <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 a převzatých ze spolehlivých zdrojů, avšak mají čistě orientační charakter a mohou se kdykoli po zveřejnění změnit, přičemž skupina UniCredit Group 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.

Je třeba také poznamenat následující:

1. Informace týkající se výsledků finančního nástroje, indexu nebo investiční služby dosažených v minulosti nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků.
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.

Skupina UniCredit v žádném případě nenese odpovědnost za skutečnosti ani škody, které mohou komukoli 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 AG, 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.





**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)