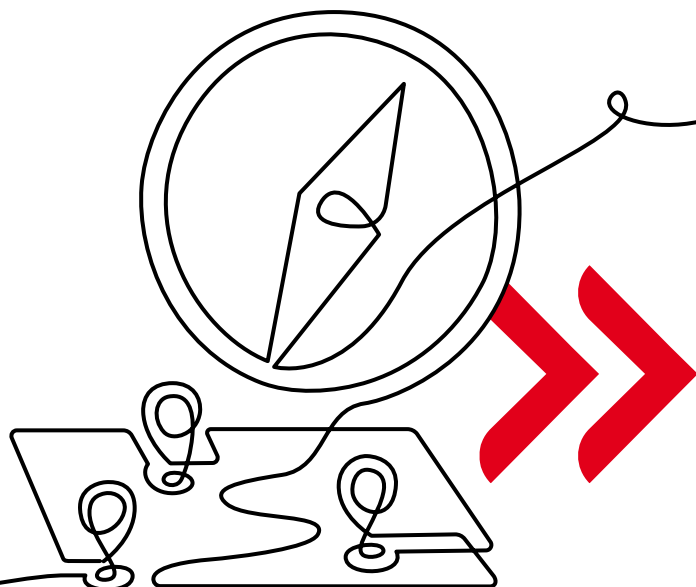


Kompas Přehled

27. února 2025



Fáze adaptace na éru Trump 2.0

Začátek roku 2025 byl pro finanční trhy skutečně pozoruhodný. Navzdory přetrvávající ekonomické slabosti v jádru Evropy, hrozbě obchodní války s USA a potenciálně rozsáhlým změnám v evropské bezpečnostní architektuře totiž evropské akciové trhy vzrostly a v některých případech po několika týdnech obchodování zaznamenaly dvouciferný růst. Výsledky evropských akcií tak byly jednoznačně lepší než výsledky amerických akcií. Tento velkolepý růst na evropském akciovém trhu je poháněn očekáváním, že evropské akcie s velkou tržní kapitalizací, které jsou stále příznivě oceněny, zejména ve srovnání s americkými akciemi, budou po dlouhém období stagnace vykazovat v příštích letech znatelný růst zisků.

Jakkoli může být tento vývoj z evropského pohledu potěšující, vychází z konstruktivního základního scénáře, že během druhého funkčního období prezidenta Trumpa nebudou vynuceny žádné masivní disruptivní změny v západní ekonomické, obchodní a bezpečnostní architektuře. Dosaďadní události toto očekávání potvrzují. Uvedení celních hrozeb amerického prezidenta Donalda Trumpa, které by vedly k masivnímu narušení světového obchodu, do praxe, bylo po ústupcích obchodních partnerů rychle zmírněno nebo odloženo. Konstruktivní vývoj na trhu nadále závisí na tom, zda tento model vyjednávání vydrží. Pokud by se mnohé z Trumpových předvolebních slibů uskutečnily, mělo by to pro USA i zbytek světa rušivé důsledky.

Evropa se mezitím po parlamentních volbách v Německu, jejichž výsledky by mohly přinést prasek naděje, zaměřila na Německo. Příští vláda bude pravděpodobně velkou koalici. Vzhledem k nedávné politické roztržce mezi USA a Evropou se trhy zaměřila na to, zda nová německá vláda vytvoří úpravou dluhové brzdy země potřebný finanční prostor pro naléhavě nutné investice do bezpečnosti, energetiky, dopravy a digitální infrastruktury. V každém případě bude muset zvládnout složité vyvažování kvůli těsné většině v parlamentu. Uskutečnění nezbytných reforem, které pomohou ukončit hospodářskou slabost eurozóny, bude velkou výzvou. Je však pravděpodobné, že se podaří dosáhnout pokroku.

Pokud jde o finanční trhy, politická nejistota v USA a v eurozóně pravděpodobně povede k pokračující volatilitě. Zatímco investoři zřejmě očekávají lepší vyhlídky pro eurozónu, podpořené dalším uvolňováním politiky a fiskálními stimuly, základní ukazatele v USA zůstávají silné a podle našeho názoru ospravedlňují relativní preferenci amerických akcií. Celkově zůstává naše alokace aktiv v podstatě nezměněna, přičemž nadále usilujeme o obezřetnou investiční strategii.

Alessandro Caviglia
investiční ředitel, Itálie

Philip Gisdakis
investiční ředitel, Německo

Oliver Prinz
investiční ředitel, Rakousko

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

2

- Negativní dopad odvetného zvyšování cel na globální růst
- Politika Fedu a ECB
- Výzvy spojené s obranou EU

Téma 1: Evropské vývozci čelí vyšším americkým clům

VÝVOJ NA TRHU

7

Co se děje na trhu?

- Akcie
- Cenné papíry s pevným výnosem
- Komodity
- Devizový trh

Téma 2: Jak DeepSeek mění náš příběh o umělé inteligenci

Téma 3: Co by mohlo vyhnat výnos desetiletých amerických státních dluhopisů nad 5 %?

ALOKACE AKTIV

15

PROGNÓZA TABULKY

16

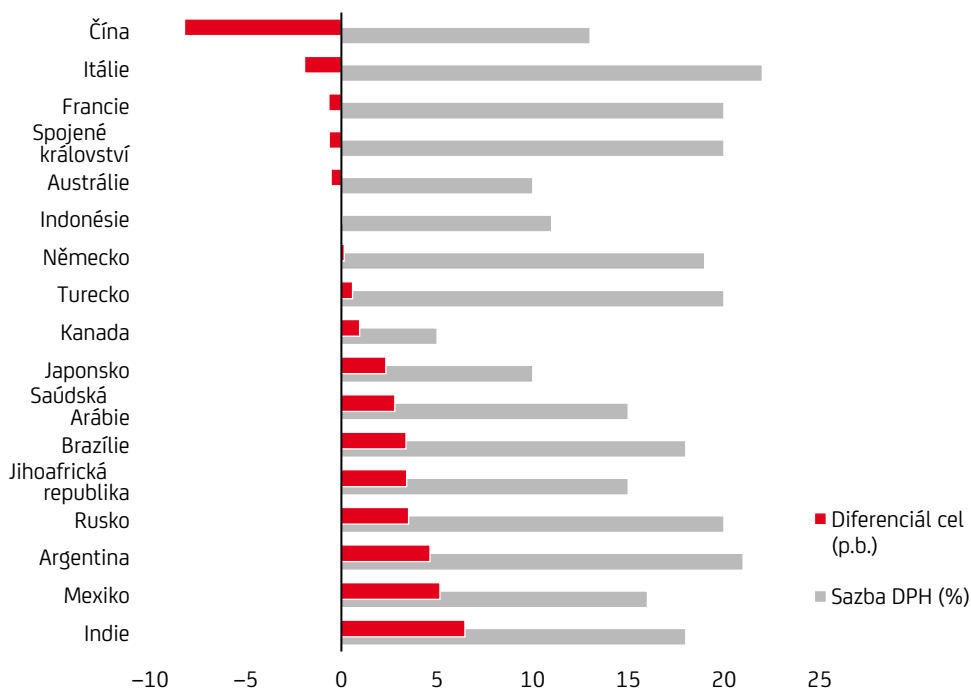


Negativní dopad odvetného zvyšování cel na globální růst

Globální ekonomika bude v nejbližší době čelit nepříznivým podmínkám. Americká administrativa uvalila nová cla na Čínu, oznámila cla na ocel a hliník a naznačila, že může zavést (reciproční) cla na další země (viz graf 1.1). Čína reagovala zavedením omezeného množství cel na americké zboží. Cla by měla negativní dopad na globální růst, ale jejich načasování a podoba jsou značně nejisté. Tato přetrvávající nejistota může vést k tomu, že firmy budou odkládat investice a přijímání nových zaměstnanců. V našem základním scénáři dokáže americká ekonomika těmto tlakům nadále odolávat, přičemž HDP v roce 2025 vzroste o 2,2 % a v roce 2026 o 2,3 %, protože fiskální balíček z konce letošního roku vyrovná negativní vliv cel a pomalejšího přistěhovalectví. V důsledku uvedených rizik však hrozí nižší růst.

Růst v eurozóně zůstává nízký (v r. 2025: 0,9 %, v r. 2026: 1,2 %), v nejbližším období s omezenými vyhlídkami na zrychlení v důsledku obchodního napětí, oslabení trhu práce a vyšších velkoobchodních cen plynu. Zlepšení reálných mezd, snížení sazeb ECB a investice související s nástrojem na podporu oživení (NGEU) by pak měly podpořit mírné zrychlení růstu. V Číně zůstává domácí poptávka slabá a na růst bude působit obchodní napětí s USA. Očekáváme další uvolnění měnové a fiskální politiky, ale je nepravděpodobné, že by to významně podpořilo spotřebu a pomohlo dosáhnout růstu, který by zabránil strukturálnímu zpomalení (v r. 2025: 4,5 %, v r. 2026: 4,2 %).

GRAF 1.1: SROVNÁNÍ CEL NA DOVOZ DO USA A CEL NA DOVOZ Z USA A PŘEKÁŽEK VE FORMĚ DPH, CELNÍ DIFERENCIÁL S USA A SAZBA DPH



Zdroj: Vnitrostátní zdroje, Peterson Institute, World Integrated Trade Solution, Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Diferenciál cel, respektive rozdíl mezi cly, je vážený průměr celních sazeb uplatňovaných Spojenými státy na dovoz z partnerské země minus vážený průměr celních sazeb uplatňovaných partnerskou zemí na dovoz z USA, vyjádřený v procentních bodech. Diferenciál cel s Čínou je odhadován na základě údajů organizace Peterson Institute a zahrnuje dodatečně 10% clo na dovoz z Číny do USA s platností od 4. února 2025.



Politika Fedu a ECB se pravděpodobně začne lišit

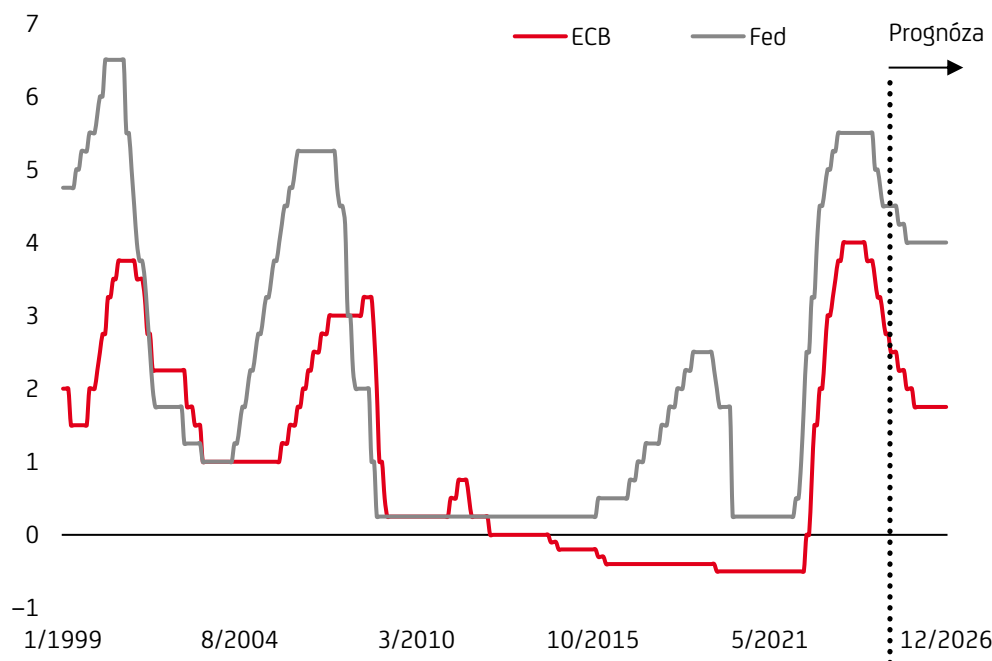
Poté, co Fed na posledních třech zasedáních v roce 2024 snížil sazby o 100 bazických bodů, s úpravou měnové politiky nespěchá. V letošním roce očekáváme dvě snížení sazeb o 25 bazických bodů, a to v červnu a září, než centrální banka přejde do dlouhého vyčkávacího režimu. Nyní však považujeme za téměř stejně pravděpodobné, že ke škrtům nedojde. Odolná hospodářská aktivita a inflace nad cílovou hodnotou (CPI 2025: 2,8 %, v r. 2026: 2,5 %), k čemuž přispějí vyšší cla, snížení daní a omezení imigrace, omezí možnosti Fedu snížit sazby. Fed by mohl na cla nebrat ohled, ale nedávný vývoj krátkodobých inflačních očekávání není příliš potěšující.

Naproti tomu ECB se potýká s nízkým růstem a inflace je na cestě k tomu, aby se v letošním roce stabilizovala na úrovni kolem 2% cíle Evropské centrální banky, i když vyšší ceny plynu by mohly krátkodobý vývoj indexu spotřebitelských cen poněkud zvýšit. Potvrzujeme náš názor, že depozitní sazba dosáhne v letošním roce svého dna na úrovni 1,75 %. Zatímco další snížení o 25 bazických bodů v březnu se zdá být hotovou věcí, komunikační šum by mohl zesílit, jakmile se sazby přiblíží neutrální úrovni. Naše prognóza pro konečnou sazbu se pohybuje na spodní hranici neutrálního rozpětí, které nedávno stanovili pracovníci ECB (1,75 až 2,25 %). Rizika spojená s naší prognózou depozitních sazeb považujeme za zhruba vyrovnaná.

Fed
s úpravou měnové
politiky nespěchá.



GRAF 1.2: ROZDÍL V TRANSATLANTICKÝCH SAZBÁCH SE PRAVDĚPODOBNĚ ZVÝŠÍ
ÚROKOVÁ SAZBA CENTRÁLNÍ BANKY, %



Zdroj: ECB, Fed, Investiční institut společnosti UniCredit



Výzvy spojené s obranou EU

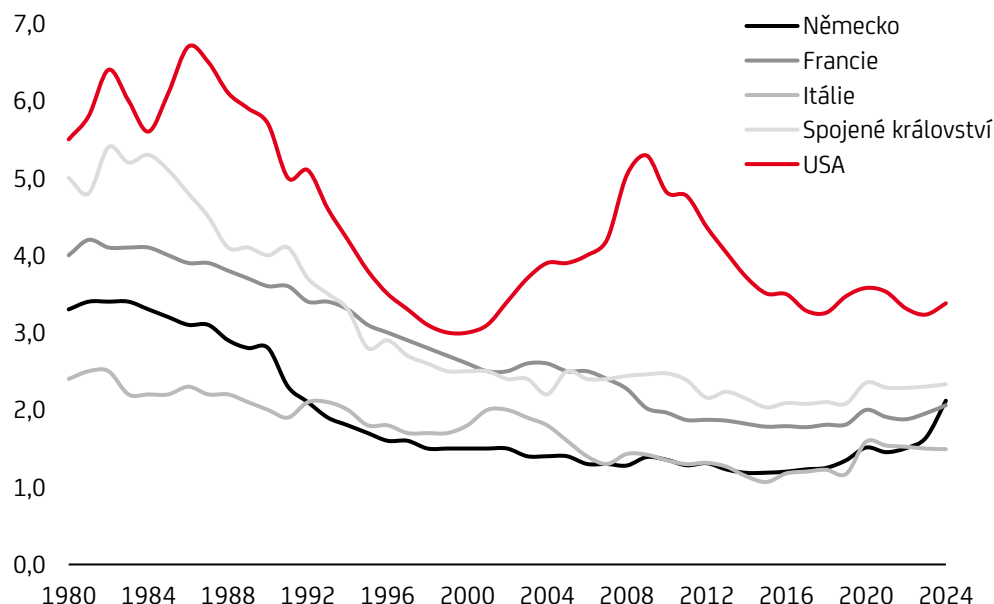
Konfrontační přístup nové americké administrativy k obchodní a zahraniční politice staví Evropu na rozcestí. Urychlení jednání o příměří na Ukrajině mezi USA a Ruskem, kdy byla Evropa odsunuta na vedlejší kolej, vyvolává obavy, protože by mohlo vést k dohodě, která by neposkytovala dostatečné bezpečnostní záruky pro válečné oblasti a mohla by povzbudit agresivní expanzivní postoj Ruska. To by bylo nepříjemné pro Evropu, která by nakonec mohla nést většinu nákladů na udržování míru a obnovu Ukrajiny a zároveň by se již nemohla spolehnout na bezpečnostní deštník USA.

Dobrou zprávou je, že tato nová výzva zřejmě vyvolala okamžitou reakci v hlavních městech Evropy. Předsedkyně Evropské komise Ursula von der Leyenová navrhla aktivovat únikovou doložku pro investice do obrany, aby členské státy mohly dočasně zvýšit své výdaje na obranu a zároveň dodržovat fiskální pravidla. Jednou z možností bude zřejmě také společné financování části dodatečných investic do obrany. Takové sdílené financování by se mohlo uskutečnit prostřednictvím přesunu výdajů v rámci rozpočtu EU nebo vydáním společných dluhových cenných papírů, podobně jako tomu bylo během pandemie v rámci programu SURE, kdy členské země poskytly záruky podle velikosti svých ekonomik. Pokud by byly společné dluhové cenné papíry určené na výdaje na obranu vydány ad hoc prostřednictvím nového zvláštního fondu, nemusely by se do něj nutně zapojit všechny země EU a mohly by se připojit i některé země mimo EU (např. Spojené království).

Konfrontační přístup nové americké administrativy k obchodní a zahraniční politice staví Evropu na rozcestí.



GRAF 1.3: VELKÉ EVROPSKÉ ZEMĚ INVESTUJÍ DO OBRANY MNOHEM MÉNĚ NEŽ USA
VOJENSKÉ VÝDAJE, % HDP



Zdroj: NATO, Investiční institut společnosti UniCredit



Evropští vývozcí čelí vyšším americkým clům

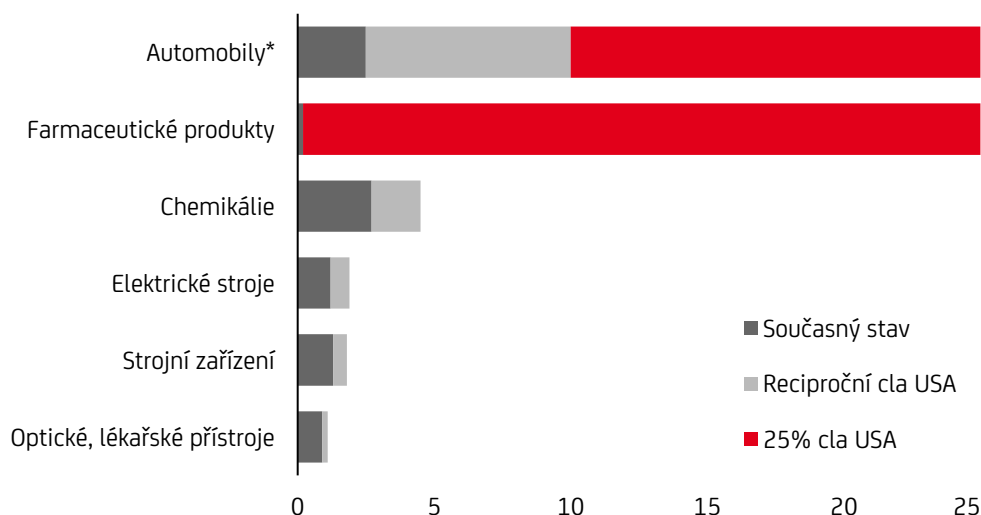
Autor: Andreas Rees

V době psaní tohoto článku americký prezident Donald Trump stále neoznámil žádné zvýšení cel zaměřené výhradně na EU, na rozdíl od cel, která uvalil na Čínu, Mexiko a Kanadu. Přislíbil však zavedení tzv. recipročních cel, tj. že cla USA budou zvýšena na stejnou úroveň jako v jiných zemích a regionech. Trump dále pohrozil, že USA obecně zvýší cla nejméně na 25 % u vybraného zboží dováženého do USA, jako jsou automobily, léčiva a polovodiče. Reciproční a selektivně vyšší cla by také přímo ovlivnila evropské vývozce a hospodářství EU.

Jak významné by byly negativní účinky?

V následujícím textu se zaměříme především na přímé dopady vyšších amerických cel na evropský vývoz, přičemž důležitou roli mohou hrát i nepřímé dopady, například vyšší nejistota. V případě, že by byla zavedena pouze reciproční cla, máme relativně dobrou zprávu. Ačkoli jsou cla EU obvykle vyšší než cla Spojených států, rozdíly jsou u většiny odvětví poměrně malé (viz graf 1.4). To platí zejména pro odvětví, která tvoří páteř evropského vývozu do USA, jako je strojírenství a farmaceutický průmysl. Tato odvětví tvoří dohromady přibližně 35 % celkového vývozu EU do USA. Rovněž v případě recipročních cel by však existovala odvětví, pro která by platila výrazně vyšší americká cla. Důležitým příkladem je automobilový průmysl s více než 11% podílem na vývozu EU do USA, kde by se americká cla na osobní automobily zvýšila o 7,5 procentního bodu na 10 %. Vzhledem k tomu, že německé automobily představují víc než polovinu vývozu automobilů z EU do USA, byl by automobilový průmysl v Německu poškozen víc než v kterékoli jiné evropské zemi. Tento negativní dopad by se pravděpodobně promítl i do některých zemí střední a východní Evropy, jako je Polsko, Maďarsko, Česko a Slovensko, v jejichž ekonomikách hraje automobilový dodavatelský průmysl důležitou roli.

GRAF 1.4: PRŮMĚRNÁ AMERICKÁ CLA NA ZBOŽÍ Z EU (%)



Zdroj: WTO, Eurostat, Investiční institut společnosti UniCredit

* Osobní automobily

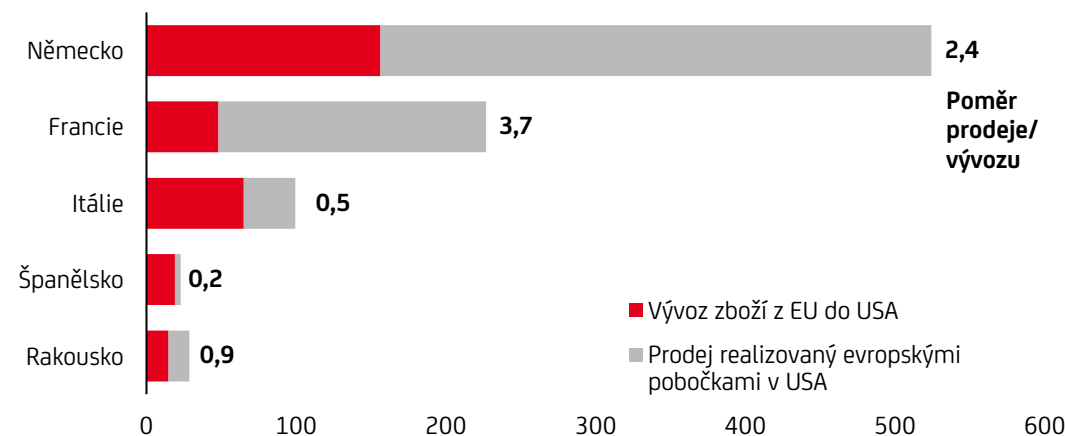


Co by se stalo, kdyby USA zavedly další vyšší cla ve výši 25 % nebo více?

Není třeba dodávat, že by se zvýšil negativní dopad na odvětví, jako jsou automobilový a farmaceutický průmysl. Přesný účinek je obtížné odhadnout, protože by závisel na neznámých faktorech. Hodně by například záleželo na schopnosti evropských podniků přenést vyšší cla na americké spotřebitele. Při pohledu na příjmy evropských vývozců je třeba vzít v úvahu také jejich americké podniky, které by vyšší americká cla neovlivnila. Větší podniky s většími finančními prostředky obvykle investovaly do místních výrobních závodů v USA a prodávají tam své zboží přímo. Zejména u německých a francouzských podniků je poměr prodeje v USA prostřednictvím jejich poboček k vývozu imponantní. V roce 2022 (poslední dostupné údaje) prodali němečtí výrobci prostřednictvím svých amerických poboček více než dvakrát tolik zboží, než kolik ho odeslali z Německa do USA (viz graf 1.5). To platí zejména pro automobilový a chemický průmysl, zatímco farmaceutický průmysl by byl kvůli malému počtu výrobních závodů v USA zasažen negativněji (viz náš nedávný článek [V krátkosti – Němečtí vývozcí: překonávání výzev, 19. února](#)). U francouzských podniků byl poměr prodeje a vývozu ještě příznivější než u německých. V případě italských a španělských podniků vývoz nad prodejní aktivitou v USA převažoval.

GRAF 1.5: VÝVOZ ZBOŽÍ Z EU DO USA A PRODEJ V USA

mld. EUR, 2022



Zdroj: WTO, Eurostat, Investiční institut společnosti UniCredit

Shrnutí

V případě recipročních amerických cel by celkové škody na evropském vývozu byly omezené. Pokud by došlo k agresivnějšímu zvýšení cel, mělo by to negativnější dopad na automobilový průmysl, zejména v Německu, a na farmaceutický průmysl. Silná výstavba výrobních kapacit v USA, alespoň v některých odvětvích, a slabý směnný kurz eura by však negativní dopad na zisky výrazně zmírnily.





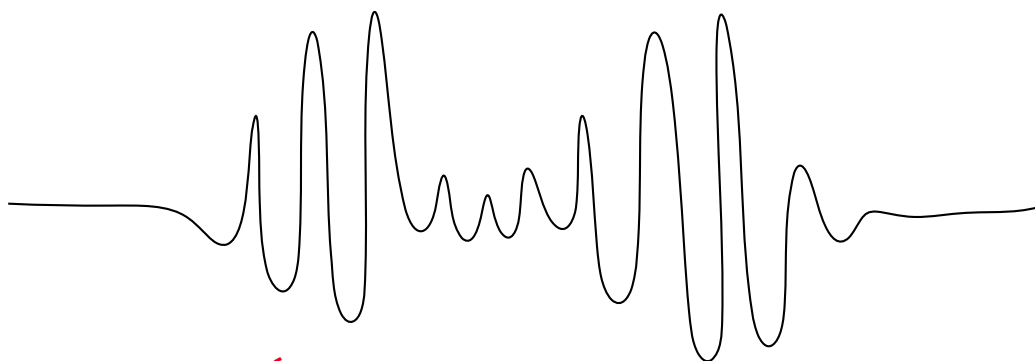
Vývoj na trhu

Autoři: Edoardo Campanella, Stefan Kolek, Tobias Keller, Roberto Mialich, Michael Rottmann, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Co se děje na trhu?

ŠUM

Podle očekávání byl začátek roku 2025 ovlivněn návratem Donalda Trumpa do Bílého domu a jeho programem „Amerika na prvním místě“. Oznámení o změnách v politice USA, především včetně rozšíření obchodních překážek, a také převratný vstup čínské společnosti DeepSeek do odvětví umělé inteligence vedly ke zvýšené volatilitě na trzích. DeepSeek a vstřícnější přístup čínského prezidenta Si Ťin-pchinga k soukromému sektoru přispěly k návratu finančních prostředků zpět do Číny. Lednový všeobecně očekávaný vývoj sazeb Fedu (snižování pozastaveno) a ECB (snížení o 25 bb) naopak účastníky trhu nepřekvapil.



SIGNÁL

Ačkoli by volatilita mohla v krátkodobém horizontu zůstat zvýšená vzhledem k nejistotě kolem celní, imigrační a fiskální politiky Spojených států, poslední vývoj nezměnil náš zásadně konstruktivní pohled na rok 2025. Máme dojem, že Trumpova administrativa využívá cla k taktickému ovlivňování jednání o tématech, která nesouvisí s obchodem, a nikoli ke strategickému řešení obchodních deficitů. Podobně, přestože DeepSeek přetváří technologické prostředí, náš výhled pro americké podniky s velmi vysokou kapitalizací, tzv. megacap, zůstává pozitivní. Nicméně vzhledem k nebývalé koncentraci trhu se domníváme, že se opět ukázalo, jak lákavá je diverzifikace, a to jak v rámci Spojených států, tak mimo ně.

Akcie

POZITIVNÍ ZMĚNA NÁLADY V EVROPĚ, ALE NADÁLE PREFERUJEME AMERICKÝ AKCIOVÝ TRH

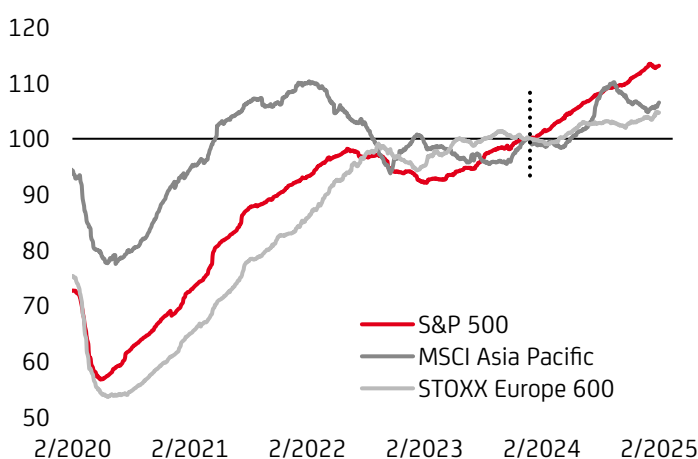
Aktiové trhy zahájily rok pozitivně. Evropské akcie udávají pozitivní tón a od začátku roku zaznamenávají výrazný dvouciferný procentuální nárůst (viz tabulka). Dobrá výkonnost evropských podniků není založena na lepším výhledu hospodářského růstu, ale spíše na silnějším než očekávaném růstu zisků, zejména u podniků citlivých na vývoz, v kombinaci s nízkým oceněním ve srovnání s ostatními regiony. Z grafu 2.1 vyplývá, že od počátku roku 2024 pokračuje obecně pozitivní vývoj zisku v hlavních regionech.



Dalším impulzem pro silnou výkonnost evropských akcií bylo oslabení amerických technologických akcií od konce loňského roku, které je podle našeho názoru pouze dočasné. Toto oslabení vedlo k úpravě mezinárodních portfolií, v nichž mají americké akcie často výrazný podíl, ve prospěch evropských akcií. Tyto trendy považujeme za pozitivní, neboť naznačují rozšíření silného růstu na větší část světových akciových trhů a snížení rizika koncentrace v USA. Z regionálního pohledu nadále preferujeme americký akciový trh vzhledem k jeho silným základům, zatímco asijsko-pacifický region by měl těžit z postupného zlepšování čínské ekonomiky a vládních podpůrných opatření.

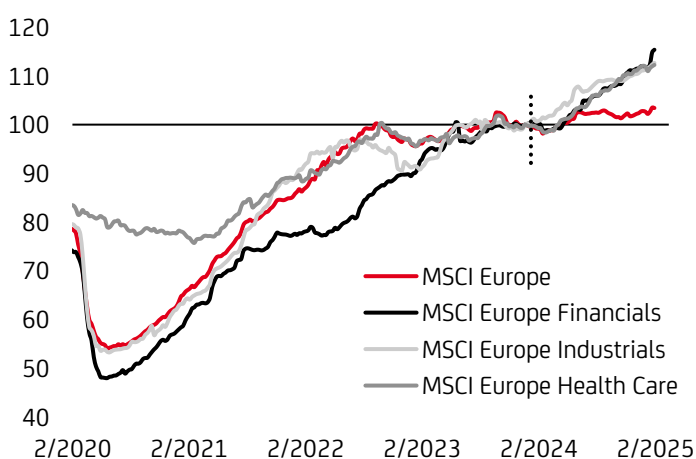
Ačkoli stále doporučujeme nižší váhu evropských akcií v portfoliu, pod povrchem se něco rýsuje: silně negativní nálada vůči Evropě se postupně začíná zlepšovat. Od prosince hovoří vývoj zisků očekávaných během příštích dvanácti měsíců ve prospěch Evropy, zatímco odhady v USA v poslední době ztrácejí na dynamice (viz graf 2.1). Také vyhlídka na zmírnění německé dluhové brzdy po volbách podporuje nejen německé akcie, ale obecněji i evropské akcie.

GRAF 2.1: CELOSVĚTOVĚ ROSTOUCÍ TREND VE VÝVOJI ZISKU PODNIKŮ, 2024 = 100



GRAF 2.2: SILNÝ RŮST ZISKŮ PODNIKŮ VE FINANČNÍM A PRŮMYSLOVÉM SEKTORU A VE ZDRAVOTNICTVÍ

Zisk na akcii, dvanáctiměsíční výhled, 2024 = 100



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit
(sledované období: 17. 2. 2020 – 17. 2. 2025)

Akcie evropských průmyslových podniků jsou podporovány také rostoucí pravděpodobností příměří mezi Ruskem a Ukrajinou a s tím spojeným snížením cen energií. Bez ohledu na současnou nejistotu ohledně celní politiky USA a možné obchodní konflikty se však tyto trendy zatím neukázaly jako udržitelné.

Riziko obchodního napětí se Spojenými státy tlumí očekávání zisků, zejména v odvětvích citlivých na cla, jako jsou základní zdroje, automobilový průmysl a chemický průmysl. Ačkoli se domníváme, že v Evropě by v příštích několika čtvrtletích mohla být vhodná cykličtější alokace, možné obchodní napětí s USA a přetrvávající nejistota ohledně evropské a čínské ekonomiky stále hovoří proti okamžitému a výraznému zvýšení podílu cyklických podniků. Ve skutečnosti dáváme přednost sektorům, jako je finanční sektor, který by zůstal potenciálními americkými cly do značné míry nedotčený, a průmyslový sektor a zdravotnictví, protože by měly těžit z postupného zlepšování ekonomiky a těžit se stabilní poptávce, respektive vysokým maržím. Odhady zisků těchto tří sektorů se v posledních měsících vyvíjely výrazně lépe než evropský trh jako celek (viz graf 2.2), což podle našeho názoru bude pokračovat.

V USA považujeme za atraktivní akcie finančních podniků a důležitého technologického sektoru. V současném silném ekonomickém prostředí se tato odvětví vyznačují vysokými zisky podniků. Výrazné pozitivní impulzy vysílá silná ekonomika také sektoru spotřebního zboží.

Cenné papíry s pevným výnosem

PROMĚNLIVÉ IMPULZY VYSÍLANÉ POLITIKOU USA A PŘÍCHÁZEJÍCÍ MAKROEKONOMICKÉ ÚDAJE NÁŠ POSTOJ NEMĚNÍ

STÁTNÍ DLUHOPISY

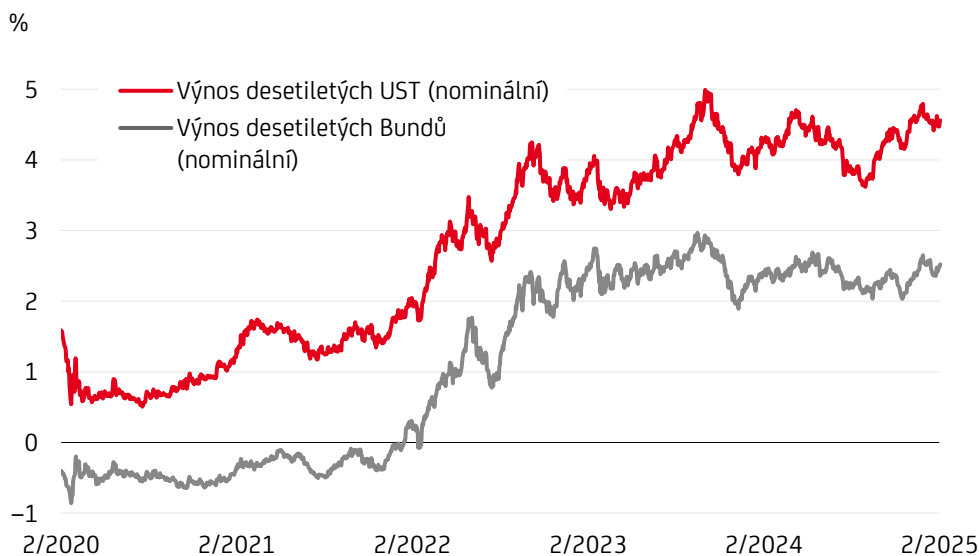
Hlavní dluhopisové trhy zažily poněkud volatilní začátek roku, který byl nabitý daty a zprávami z trhu po Trumpově inauguraci do funkce prezidenta USA. Nakonec se však příliš nepohnuly a výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů (UST) i desetiletých německých státních dluhopisů (Bund) vzrostly jen mírně (viz graf 2.3 a tabulka). Údaje z USA, které zahrnovaly solidní vývoj na trhu práce a přetrvávající inflaci, nepřinesly žádné výrazné překvapení, zatímco v eurozóně stagnovala podnikatelská důvěra a inflace, ačkoli se pohybuje nad 2% cílem ECB, se vyvíjela správným směrem.

Při pohledu do budoucna se výnosy dlouhodobých státních dluhopisů (desetiletých amerických a německých státních dluhopisů) pohybují prakticky ve středu našich prognóz pro rok 2025. U výnosu desetiletých německých státních dluhopisů vidíme obchodní rozpětí mezi 2 a 3 %, u desetiletých amerických státních dluhopisů je rozumné rozpětí mezi 4 a 5 %, pravděpodobně s mírným překročením tohoto rozpětí na obou stranách. Nicméně vzhledem k tomu, že se nacházíme blízko středu těchto rozmezí a že impulzy přicházející z americké politiky jsou proměnlivé a velmi obtížně předvídatelné, domníváme se, že náš obecně neutrální postoj ke státním dluhopisům je přiměřený.

Vzhledem k mnoha neznámým prozatím zůstáváme u neutrálního postoje ke státním dluhopisům, a to jak z hlediska celkové expozice na trzích amerických a evropských státních dluhopisů, tak z hlediska durace. Na základě toho bychom uvažovali o zvýšení expozice vůči německým státním dluhopisům (a jejich durace), pokud by desetileté výnosy vzrostly nad 2,7 %, a naopak o snížení držby německých státních dluhopisů (a durace), pokud by výnosy klesly přibližně na 2,2 až 2,3 %. Expozice vůči americkým státním dluhopisům (a jejich durace), kde v současnosti zastáváme také neutrální postoj, by se mohla zvýšit při úrovni 4,8 % nebo vyšší, zatímco při úrovni kolem 4,3 % nebo nižší bychom se přiklonili ke snížení expozice (a durace).

Pokud jde o dluhopisy rozvíjejících se trhů, domníváme se, že jsou obzvláště zranitelné vůči dopadu potenciálních cel na růst a v souvislosti s tím i vůči zhoršení globálního vnímání rizik. Dluhopisy rozvíjejících se trhů však díky atraktivnímu výnosu a předpokládaným výnosům založeným na carry zůstávají potenciálně cenným doplňkem diverzifikovaného portfolia.

GRAF 2.3: VOLATILNÍ ZAČÁTEK ROKU, ALE VÝNOSY SE NYNÍ VRACEJÍ NA ÚROVEŇ Z POČÁTKU ROKU 2025



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit
(sledované období: 17. 2. 2020 – 17. 2. 2025)

Cenné papíry s pevným výnosem

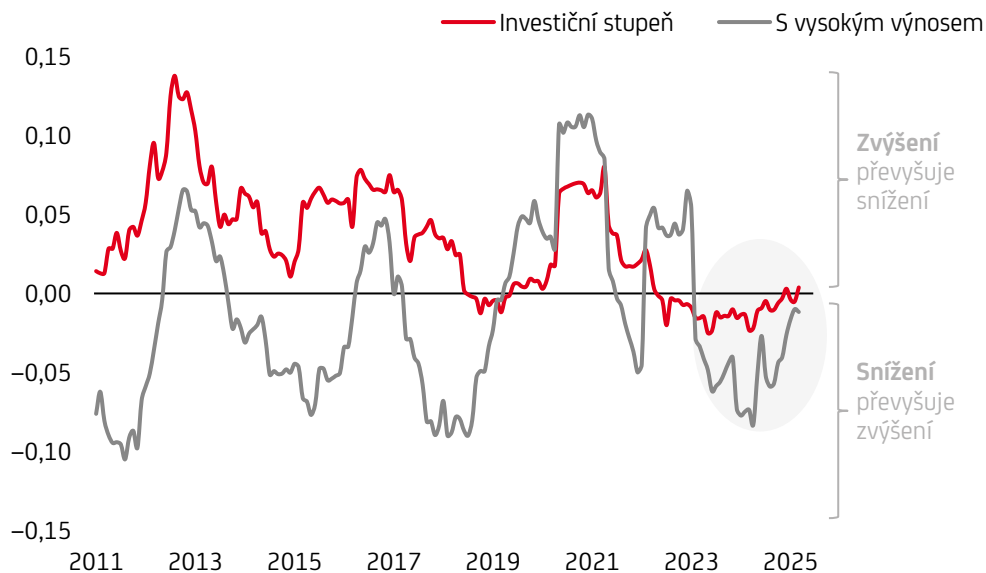
PROMĚNLIVÉ IMPULZY VYSÍLANÉ POLITIKOU USA A PŘÍCHÁZEJÍCÍ
MAKROEKONOMICKÉ ÚDAJE NÁŠ POSTOJ NEMĚNÍ

PODNIKOVÉ ÚVĚRY

Vzhledem k podpůrné měnové politice ECB a slabému růstu, ale bez zvýšeného rizika prudkého nárůstu míry selhání v eurozóně, považujeme zvýšení expozice vůči podnikům za oprávněnou, pokud přihlídneme k nárůstu výnosů a našemu očekávání, že spready zůstanou v podstatě nezměněny. Na evropské podnikové úvěry máme i nadále pozitivní názor. Úvěrová kvalita emitentů je stabilní nebo se dokonce zlepšuje. To je podpořeno tím, že nefinanční podniky dosáhly v poslední výsledkové sezoně vcelku pozitivních výsledků. V podmínkách nízkého hospodářského růstu jsou tyto pozitivní výsledky z velké části důsledkem opatření vedoucích ke snižování nákladů a politiky zaměřené na úspory peněžních prostředků. Nižší nabídka nových dluhopisů ve srovnání se stejným obdobím ložského roku je příznivá také pro sekundární trh. Do budoucna, v souvislosti s potenciální snahou o vyšší výdaje na obranu v EU, je klíčovým zdrojem volatility evropských úvěrových cenných papírů související dopad na dlouhý konec křivky výnosů státních dluhopisů zemí EMU, který by mohl potenciálně ovlivnit především oblast seniorních dluhopisů investičního stupně. Z hlediska výkonnosti však v našem základním scénáři nadále v tomto roce vidíme carry jako klíčový zdroj celkového výnosu.

Bankovní úvěry budou podporovány pokračujícími dobrými výsledky evropských bank. Přes mírnější dynamiku čistých úrokových výnosů se domníváme, že jejich ziskovost v letošním roce bude vysoká. Kapitalizace zůstává solidní (s průměrnou plnou výší ukazatele CET1 na úrovni 15,9 %), a to i přes vysoké odměny akcionářů v posledních letech. Očekáváme mírný nárůst nákladů spojených s rizikem, ale předpokládáme, že zůstanou na zvládnutelné úrovni. Současná situace v oblasti úvěrového rozpětí bank odráží tyto silné úvěrové základy a úroveň rozpětí v celé struktuře bankovního kapitálu je na historicky nejnižší úrovni.

GRAF 2.4: ZLEPŠENÍ ÚVĚROVÉHO RATINGU PODNIKŮ V EVROPĚ



Zdroj: S&P Global, Investiční institut společnosti UniCredit
(sledované období: 2011–2025)

Poznámka: Posun ratingu za dvanáct měsíců se vypočítá jako počet zvýšení minus počet snížení ratingu za posledních dvanáct měsíců vydělený počtem ratingů v příslušném indexu iBoxx Non-Financials.

Komodity

CENY OVLIVŇOVÁNY GEOPOLITIKOU A OBCHODNÍ VÁLKOU

ROPA

V polovině února se ropa meziročně pohybovala zhruba na úrovni 70 USD za barel (viz [tabulka](#)), a to v důsledku obav z negativního dopadu cel na poptávku a sankcí zaměřených proti Rusku, které prezident Biden uvalil při odchodu z funkce. Do budoucna hrozí na trhu s ropou riziko nedostatečné nabídky vzhledem k nejnovějším americkým sankcím a Trumpově strategii vyvíjet maximální tlak na Írán, zatímco nálada stále kalí obavy o poptávku v Číně a obchodní napětí. Zamýšlené zvýšení měsíční produkce zemí OPEC+ zhruba o 140 tisíc barelů za den, které by začalo v dubnu a trvalo následujících osmnáct měsíců, by se mohlo ukázat jako příliš malé na to, aby absorbovalo potenciální šok z poklesu ruského a íránského vývozu ropy.

ZEMNÍ PLYN

Ceny TTF vykazovaly v prvních dvou měsících roku 2025 značnou volatilitu a pohybovaly se mezi 44 EUR za MWh a 58 EUR za MWh. K růstu cen zemního plynu vedlo uzavření ukrajinského tranzitu pro ruský plyn, nejistota v oblasti regulace požadavků na skladování v zemích EU, týdny neobvykle chladného počasí v Evropě a nízká nabídka energie z obnovitelných zdrojů. Po zbytek roku očekáváme, že se ceny TTF budou pohybovat v rozmezí 45 až 50 EUR za MWh. Je pravděpodobné, že výše zásob bude na konci zimy výrazně nižší, než byla v posledních dvou letech, což povede k silné poptávce v letním období, kdy se vlády budou snažit zásoby doplnit.

ZLATO

Zlato má za sebou velmi dobrý začátek roku. Pokračuje ve vývoji nastoupeném v roce 2024 a nyní je na dohled hranice 3000 USD za unci (viz [tabulka](#)). Ačkoli reálné úrokové sazby v posledních čtvrtletích ztratily část své vypovídací schopnosti, domníváme se, že zůstávají relevantním faktorem, zejména pokud výnos desetiletých amerických státních dluhopisů vzroste nad 5 % (což není náš základní scénář). Poptávka centrálních bank (zejména z rozvíjejících se trhů, jako je Čína) však zůstává silná a podporuje tento vývoj. Kromě toho vidíme, že burzovně obchodované komodity ve formě fyzického zlata se trochu zvedají nebo alespoň dosahují svého dna, což naznačuje, že roste poptávka retailových investorů. Očekáváme, že zlato se bude v letošním roce obchodovat v rozmezí od 2500 do 3000 USD za unci s tím, že hrozí spíše cena blížící se vyšší hranici.

Devizový trh

SMĚNNÝ KURZ EUR–USD BY SE MĚL DRŽET NAD PARITOU

Na devizovém trhu směnný kurz EUR–USD po počátečním poklesu pod 1,02 znovu atakoval hodnotu 1,05 (viz [tabulka](#)). Zotavení pomohla odložená americká cla a naděje na mír na Ukrajině, ale je příliš brzy na to, aby se dalo hovořit o začátku růstového trendu směrem k horní hranici pásma 1,05–1,10. Pár již skutečně částečně ustoupil z počátečních maxim a pomalá ekonomická aktivita v eurozóně bude hrát proti trvalému posílení eura. Na mnoha frontách panuje nejistota, což by mohlo kurz eura vůči americkému dolaru vystavit dalším výkyvům spíše než trendům. Celkově stále očekáváme nižší kurz EUR–USD, ale předpokládáme, že pár pravděpodobně zůstane mírně nad paritou. Trumpova politika je pro americký dolar i nadále příznivá, zejména pokud jde o cla, inflace v USA přetrvává a ECB se chystá uvolňovat měnovou politiku víc než Fed. Přesto je pokles na úroveň parity a pod ni, tj. k minimu blížícímu se úrovni 0,95, kterého se kurz dotkl v září 2022, stále problematický. Dvěma předpoklady pro takový pokles zůstává zachování sazeb Fedu v letošním roce na stávající úrovni nebo snížení sazeb ECB pod námi očekávaných 1,75 %, a ani to by v současné době nemuselo stačit.

Jak DeepSeek mění náš příběh o umělé inteligenci

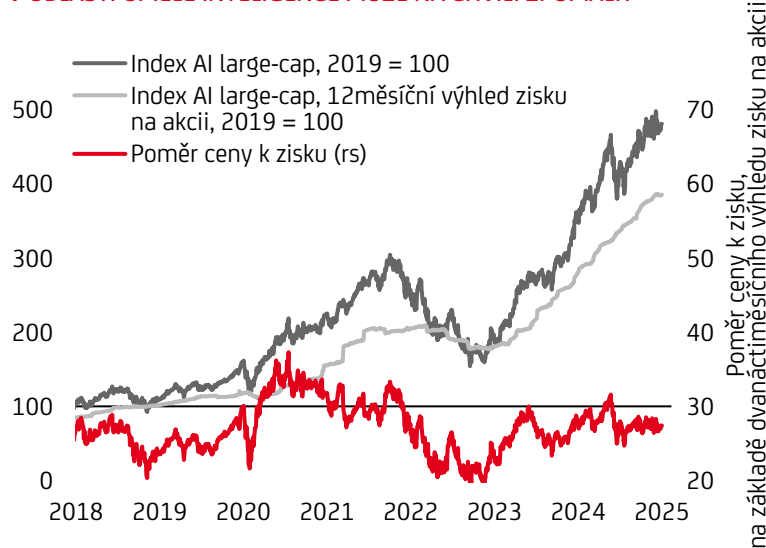
Autor: Christian Stocker

Společnost DeepSeek významně ovlivnila odvětví umělé inteligence tím, že vyvinula účinné a nákladově efektivní modely, které konkurují předním modelům, jako je Chat GPT společnosti OpenAI, a zároveň využívají méně hardwarových zdrojů a méně energie, čímž zvyšují produktivitu. To demokratizovalo vývoj umělé inteligence a umožnilo menším firmám konkurovat v této oblasti a zároveň snížit náklady a dopad na životní prostředí. Volná dostupnost modelů společnosti DeepSeek zpochybňuje dominantní postavení velkých amerických technologických společností a lze ji rovněž považovat za pozitivní nabídkový šok. V zásadě to považujeme za příznivý vývoj, protože to naznačuje, že země nebo regiony, které dosud byly v generativní umělé inteligenci následovníky, jako je EU, by mohly potenciálně vyvinout domácí platformu umělé inteligence. To se až dosud zdálo nemožné kvůli obrovským investicím, které jsou považovány za nezbytné pro vývoj modelů umělé inteligence.

Nedávný vývoj má také významné důsledky pro velké technologické firmy, jako jsou Microsoft, Meta, Amazon a Alphabet, které by mohly výrazně ušetřit na nákladech spojených s umělou inteligencí. Někteří tvrdí, že inovace společnosti DeepSeek snižují význam výpočetního výkonu, a proto mají potenciál negativně ovlivnit firmy produkující polovodiče, jako jsou Nvidia a ASML. Tento pohled je však podle našeho názoru možná příliš zjednodušený. Zvýšená efektivita modelů DeepSeek ve skutečnosti podtrhuje význam výpočetního výkonu. Ačkoli zvýšení efektivity umožní podnikům schopnosti umělé inteligence posunout dále se stejnými výpočetními zdroji, větší výpočetní výkon bude i nadále zásadní pro rozvoj umělé inteligence ve velkém měřítku, protože podniky mohou s více zdroji dosáhnout ještě lepších výsledků.

Přes všechny tyto výhody bychom neměli DeepSeek přeceňovat. Kromě problémů s ochranou dat není DeepSeek technicky srovnatelný s americkými platformami umělé inteligence, protože především optimalizuje stávající modely, nikoli vytváří nové, které by mohly konkurovat těm vyvinutým v USA. Optimalizace modelů je důležitá a vítaná, ale neodstraňuje potřebu vytvářet nové modely. DeepSeek dokázal masivně snížit výpočetní náklady a otevřel dveře efektivní architektuře, která snižuje výkonnostní rozdíly mezi menšími a většími modely, ale zásadně neporušuje zákon škálování, podle kterého větší modely poskytují lepší výsledky. Přesto se domníváme, že zvýšení efektivity, které DeepSeek přináší, přispěje k vývoji technologie umělé inteligence a povede k vyšší produktivitě a ziskovosti společností využívajících umělou inteligenci.

GRAF 2.5: RŮSTOVÝ TREND ZISKŮ PODNIKŮ PŮSOBÍCÍCH V OBLASTI UMĚLÉ INTELIGENCE MŮŽE NA CHVÍLI ZPOMALIT



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit
 (sledované období: 17.2.2018–17.2.2025)

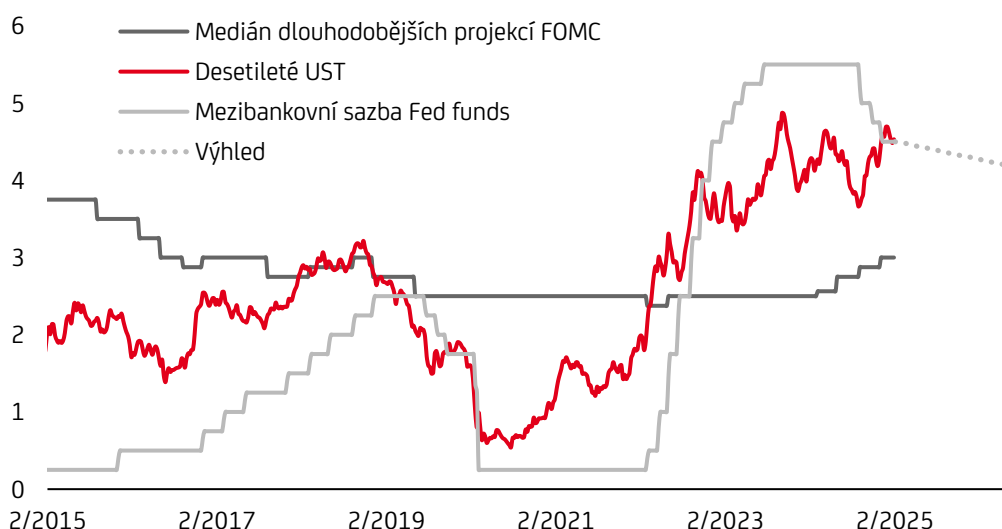
Nová kapitola. Inovace společnosti DeepSeek pravděpodobně znamenají začátek nové kapitoly v oblasti umělé inteligence a také ukazují, jaká inovační síla v Číně panuje, a přitahují investory do čínského technologického odvětví. DeepSeek pravděpodobně pomůže více netechnologickým firmám než technologickým, protože nejspíš povede ke zvýšení produktivity. To také znamená, že tradiční faktory přispívající k růstu zisku technologických společností by mohly ztratit sílu, což by vedlo ke zpomalení růstu zisku, zejména u hardwarových společností, které by mohly zaznamenat dočasný pokles poptávky. Očekáváme však, že jde o krátkodobý efekt. Z dlouhodobého hlediska je zavádění efektivnějších řešení umělé inteligence součástí přirozeného vývoje této technologie a v konečném důsledku povede k vyšší produktivitě a růstu zisku podniků, které umělou inteligenci vyrábějí a používají. Silný růstový trend zisků a cen akcií podniků působících v oblasti umělé inteligence (jak ukazuje graf) pravděpodobně na chvíli zeslábně, ale nezastaví se.

Co by mohlo vyhnat výnos desetiletých amerických státních dluhopisů nad 5 %?

Autor: Luca Cazzulani

Výnosy amerických státních dluhopisů byly v lednu velmi volatilní. Nadále se domníváme, že Fed bude v letošním roce dále snižovat sazby a že v důsledku toho se výnos desetiletých amerických státních dluhopisů bude v nadcházejících měsících pohybovat kolem 4,50 %.

GRAF 2.6: NÁŠ ZÁKLADNÍ SCÉNÁŘ: NIŽŠÍ SAZBY FEDU BY MĚLY PODPOŘIT DLOUHODOBÝ VÝNOS



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit
(sledované období: 17. 2. 2015 – 17. 2. 2025, výhled do 30. června 2026)

Jaká jsou s touto prognózou spojena rizika?

Vzhledem k tomu, že stále není známo mnoho podrobností, zejména pokud jde o hospodářskou politiku, je třeba očekávat další volatilitu výnosů. Níže se zabýváme scénáři, které by mohly odůvodnit výnosy amerických státních dluhopisů (UST) na úrovni 5 % nebo vyšší, a důvody, proč je považujeme za nepravděpodobné.

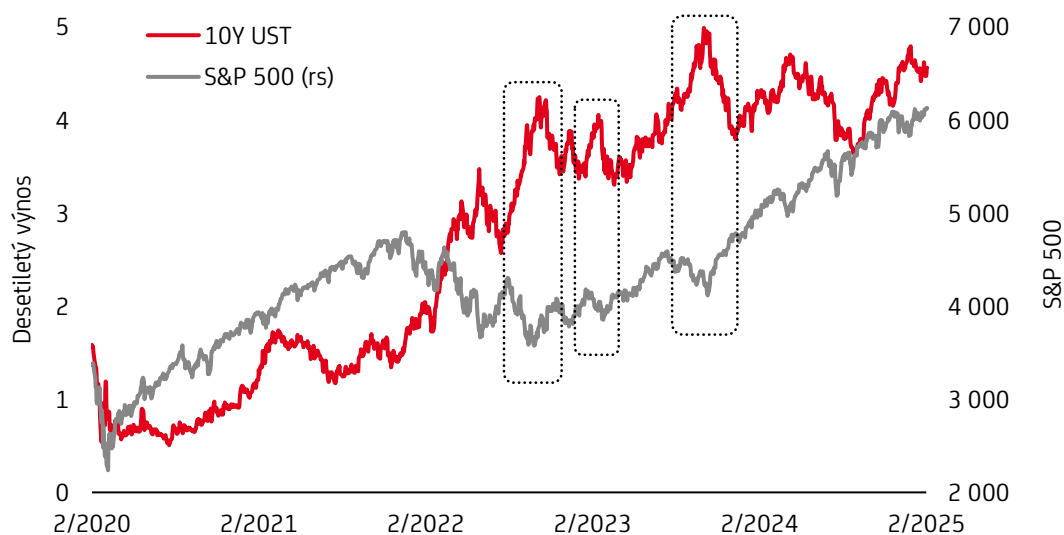
Prvním důvodem, který by mohl vést k růstu výnosů amerických státních dluhopisů, je výrazné zvýšení inflačních očekávání. Mohlo by k tomu vést zvýšení cel, ale vzhledem k tomu, že jde o jednorázové opatření, které bude mít pravděpodobně negativní střednědobý dopad na růst, měl by být dopad cel dočasný. Dokud však Fed zůstane nezávislý a odhodlaný udržovat inflační očekávání na uzdě, je nepravděpodobné, že by deglobalizace, ekologická transformace nebo geopolitika vedly k trvale vysoké inflaci. V takovém případě se tlak na prodej pravděpodobně projeví hlavně u krátkodobých nástrojů, přičemž křivka výnosů amerických státních dluhopisů pravděpodobně zůstane plochá nebo bude dokonce převrácená.

Druhým důvodem je zvýšení rizikové prémie v důsledku silné nabídky v době, kdy poptávka velkých hráčů (např. Číny) slábne. To by mělo vést k výrazně strmějšímu vývoji výnosové křivky, jako tomu bylo v září a říjnu 2023, kdy riziková premie vzrostla téměř o 90 bb. Několik faktorů však naznačuje, že výrazné zvýšení rizikové prémie není příliš pravděpodobné:

1. Schopnost amerického prezidenta Donalda Trumpa prosadit smysluplná opatření na snížení deficitu může být omezená vzhledem k těsné republikánské většině ve Sněmovně reprezentantů a obecné snaze vyhnout se proinflačním opatřením.

2. Měla by být rovněž zohledněna výrazná nabídka v USA, která není novinkou. Riziková prémie (odhadovaná) se skutečně blíží nejvyšší úrovni za posledních pět let.
3. Americký ministr financí Scott Bessent uvedl, že administrativa má zájem spíš o nízké dlouhodobé výnosy než o nízké úrokové sazby. To snižuje tlak na rizikové prémie související s nezávislostí Fedu a naznačuje, že americké ministerstvo financí by se nepřiklápělo k vyšším desetiletým výnosům, ale spíš k alespoň dočasné úpravě nabídky s odklonem od dlouhodobých nástrojů k pokladničním poukázkám, jak tomu bylo v minulosti.
4. Zvýšení výnosů, které by nebylo odůvodněno zlepšením ekonomických podmínek, by bylo pro akcie negativní (viz graf 2.7). Nižší ochota riskovat by nakonec mohla podpořit americké státní dluhopisy.

GRAF 2.7: VYŠŠÍ VÝNOSY > POKLES AKCIÍ > POKLES VÝNOSŮ



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit
(sledované období: 17. 2. 2020 – 17. 2. 2025)

Třetím důvodem jsou solidní ekonomické údaje, které podporují myšlenku výrazného nárůstu sazby r^* . To by vyžadovalo masivní zvýšení produktivity, potenciálně díky využití umělé inteligence. Což však zatím není příliš pravděpodobné. V tomto scénáři by současné sazby Fedu nebyly tak restriktivní a investoři by dokonce mohli začít diskutovat o jejich zvýšení. To by mohlo vést k dlouhodobému přecenění výnosů amerických státních dluhopisů (především reálných výnosů), přičemž by se celá výnosová křivka posunula směrem nahoru, aby zohlednila vyšší sazby. Vzhledem k tomu, že zvýšení výnosů bude podpořeno silnou ekonomikou, neměly by akcie utrpět.

Závěrem je třeba zmínit jeden faktor, který by měl podpořit americké státní dluhopisy: investoři zaměřující se na krátkodobé investice již nyní ve svých portfoliích nemají větší množství/podíl amerických státních dluhopisů, což omezuje prostor pro další prodej.

OBEZŘETNÉ NASTAVENÍ POZICE V PŘETRVÁVAJÍCÍ NEJISTOTĚ

Na začátku března se finanční trhy nadále pohybují v prostředí zvýšené a komplexní nejistoty. Globální růst zůstává silný, ale čelí problémům, zatímco směřování měnové politiky Fedu a ECB se stále více liší. Trvale zastáváme postoj opatrného optimismu. I když se naše pozice v zásadě nemění, obezřetná alokace aktiv zůstává prvořadá. Snažíme se najít rovnováhu mezi odolností a příležitostmi, zachováváme si přizpůsobivost, disciplinované řízení rizik a strategické zaměření na vytváření dlouhodobé hodnoty. V oblasti akcií dáváme i nadále přednost americkým akciím před evropskými, a to vzhledem ke stále silným základním ukazatelům v USA.

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

	SNÍŽENÍ VÁHY V PORTFOLIU	NEUTRÁLNÍ	ZVÝŠENÍ VÁHY V PORTFOLIU
GLOBÁLNÍ AKCIE		●	
AKCIE USA		●	
EVROPSKÉ AKCIE	●		
ASIJSKO-PACIFICKÉ AKCIE (ROZVINUTÉ TRHY ¹⁾)			●
AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ		●	
GLOBÁLNÍ DLUHOPISY			●
STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ EMU		●	
STÁTNÍ DLUHOPISY ZEMÍ MIMO EMU		●	
PODNIKOVÉ DLUHOPISY INVESTIČNÍHO STUPNĚ DENOMINOVANÉ V EURECH			●
PODNIKOVÉ DLUHOPISY HIGH YIELD	●		
DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (STABILNÍ MĚNA)			●
DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (LOKÁLNÍ MĚNA)			●
PENĚŽNÍ TRHY	●		
ALTERNATIVY		●	
KOMODITY		●	
ROPA		●	
ZLATO		●	

¹⁾ Rozvinuté trhy (Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)





PROGNÓZY SKUPINY UNICREDIT

PROGNÓZY HDP, CPI A SALDA STÁTNÍHO ROZPOČTU

	Reálný HDP (% meziročně)			Spotřebitelské ceny (% meziročně)			Saldo státního rozpočtu (% HDP)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globální	3,2	3,2	3,3						
USA	2,8	2,2	2,3	2,9	2,8	2,5	-7,6	-8,0	-8,6
Eurozóna:	0,7	0,9	1,2	2,4	2,2	1,9	-3,6	-3,2	-2,8
Německo	-0,2*	0,7*	1,2*	2,2	1,5	1,7	-2,6	-2,0	-2,0
Francie	1,1	0,7	1,2	2,0	0,9	1,1	-6,1	-5,4	-4,2
Itálie	0,5	0,7	1,0	1,0	1,7	1,7	-3,9	-3,7	-3,0
Španělsko	3,2	1,8	1,9	2,9	2,5	2,4	-3,3	-3,1	-2,5
Spojené království	0,9	1,0	1,4	2,5	3,0	1,9	-4,3	-4,0	-3,8
Čína	5,0	4,5	4,2	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Japonsko	0,1	1,0	0,9	2,4	1,8	1,9	-6,9	-3,1	2,8
Indie	8,2	6,5	6,5	4,4	4,1	4,1	-2,4	-2,1	-2,2

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

* Údaje neupravené podle pracovních dnů. Upraveno podle pracovních dnů: -0,2 % (2024), 0,8 % (2025) a 1,0 % (2026)

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Aktuální	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	1Q 26	2Q 26	3Q 26	4Q 26
Fed	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
ECB	3,00	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
UK	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
Japonsko	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75	0,75	0,75	0,75
Švédsko	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Norsko	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	25. 2. 2025	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25
Eurozóna:					
Depozitní sazba	2,75	2,50	2,25	2,00	1,75
3M Euribor	2,50	2,43	2,20	1,95	1,75
2Y Schatz	2,07	2,10	2,00	1,90	1,80
10Y Bund	2,46	2,30	2,30	2,30	2,30
2Y EUR swap	2,20	2,20	2,10	2,05	1,95
10Y EUR swap	2,38	2,30	2,30	2,35	2,35
10Y Bund-swap spread	-7	0	0	5	5
2Y BTP	2,39	2,55	2,45	2,40	2,30
10Y BTP	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60
10Y BTP-Bund spread	113	130	130	130	130
USA					
Mezibankovní Fed funds rate	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00
3M OIS SOFR	4,32	4,36	4,11	3,90	3,90
2Y UST	4,09	4,25	4,20	4,10	4,00
10Y UST	4,29	4,50	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund spread	184	220	220	220	220

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	25. 2. 2025	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25
EUR–USD	1,05	1,04	1,03	1,03	1,02
USD–JPY	150	152	150	149	148
EUR–JPY	157	158	155	153	151
GBP–USD	1,27	1,24	1,23	1,23	1,22
EUR–GBP	0,83	0,84	0,84	0,84	0,84
USD–CNY	7,26	7,33	7,40	7,35	7,30
EUR–CNY	7,62	7,62	7,62	7,57	7,45

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	Ke konci obchodování 25. 2. 2025	Polovina roku 2025	Konec roku 2025
Ropa			
Brent USD/barel	74	75	78
Akcie			
Euro STOXX 50	5 437	5 200	5 400
STOXX Europe 600	553	540	555
DAX	22 351	21 000	22 500
MSCI Italy	100,2	94	100
S&P 500	5 948	6 400	6 800
Nasdaq 100	21 003	22 000	23 500
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	83	85	80
iBoxx Banks Senior	82	90	85
iBoxx High Yield NFI	269	280	270

Zdroj: Bloomberg, S&P Global, Investiční institut společnosti UniCredit

Podrobné tabulky prognóz naleznete na následujících odkazech:

[Ekonomika](#) | [FI](#) | [Směnné kurzy](#) | [Riziková aktiva](#)



Vývoj vybraných indexů finančních trhů

Od	25. 2. 2024	25. 2. 2020	25. 2. 2021	25. 2. 2022	25. 2. 2023	25. 2. 2024	25. 2. 2020	1. 1. 2025
Do	25. 2. 2025	25. 2. 2021	25. 2. 2022	25. 2. 2023	25. 2. 2024	25. 2. 2025	25. 2. 2025	25. 2. 2025
INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	16,8	24,8	10,0	-4,8	24,4	16,8	85,8	3,1
MSCI Emerging Markets (v USD)	12,8	36,0	-13,2	-13,0	7,3	12,8	22,4	4,6
MSCI US (v USD)	19,2	27,6	14,2	-6,6	29,1	19,2	105,3	1,4
MSCI Europe (v EUR)	15,5	3,5	14,3	8,0	11,2	15,5	60,1	9,7
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	11,5	36,8	-13,4	-9,1	10,8	11,5	31,5	3,5
STOXX Europe 600 (v EUR)	15,6	4,5	13,1	7,6	11,1	15,6	59,1	9,4
DAX 40 (Německo, v EUR)	28,6	8,7	5,0	8,2	12,6	28,6	75,2	12,6
MSCI Italy (v EUR)	26,7	-2,3	15,5	12,7	28,3	26,7	103,6	14,1
ATX (Rakousko, v EUR)	27,9	6,1	18,1	6,5	2,6	27,9	67,7	12,2
SMI (Švýcarsko, v CHF)	17,4	5,0	15,7	-1,2	5,4	17,4	45,0	12,3
S&P 500 (USA, v USD)	19,1	25,1	16,1	-5,9	28,9	19,1	105,8	1,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-0,8	37,2	-10,8	8,1	47,3	-0,8	86,3	-4,2
CSI 300 (Čína, v jüanech)	17,5	37,1	-14,9	-8,3	-12,8	17,5	7,2	0,0
INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	4,1	1,4	-2,0	-13,4	0,5	4,1	-9,3	2,7
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	4,6	0,0	-2,1	-9,9	1,7	4,6	-5,6	2,1
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	6,7	2,2	-3,5	-9,0	6,1	6,7	1,7	2,1
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	2,6	-2,3	-3,7	-17,4	3,6	2,6	-17,2	-0,1
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	3,9	-0,8	-4,0	-15,3	4,4	3,9	-12,3	0,1
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	6,2	0,6	-4,3	-9,4	6,0	6,2	-1,8	0,9
VÝNOSY DLUHOPISŮ (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	0	16	49	199	37	0	296	-28
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-27	-37	94	255	17	-27	290	-23
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-34	-38	107	236	-7	-34	259	-23
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	1	23	46	235	-9	1	293	6
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-10	12	52	243	-15	-10	281	4
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-55	4	103	265	-40	-55	278	-8
ROZPĚTÍ STÁTNÍCH DLUHOPISŮ (úvěrové rozpětí, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	-12	-20	32	-4	-33	-12	-29	2
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	-39	-85	20	35	-107	-39	-134	-8
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-24	-10	47	-2	-18	-24	0	-12
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-56	-42	115	-23	-81	-56	-58	-30
SMĚNNÉ KURZY EURA (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	-3,3	12,4	-8,3	-5,3	2,1	-3,3	-3,2	1,0
Britská libra (EUR-GBP)	-3,0	2,7	-3,1	5,7	-3,2	-3,0	-0,9	0,0
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-1,7	4,4	-6,1	-4,1	-3,7	-1,7	-11,5	-0,3
Japonský jen (EUR-JPY)	-3,8	8,0	-0,1	11,9	13,7	-3,8	31,1	-3,6
KOMODITY (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	41,9	5,0	5,6	-6,3	11,6	41,9	67,2	10,1
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	12,6	47,9	23,4	-19,4	-9,7	12,6	52,3	4,4
Zlato (v USD za ryzí unci)	43,0	8,5	6,2	-6,0	11,7	43,0	75,2	10,4
Ropa (Brent, v USD za barel)	-11,2	22,2	46,5	-16,0	0,2	-11,2	31,0	-2,2

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 25. únoru 2025)

Poznámka: 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 výkonnost státních dluhopisů s pevnou splatností. V každém případě se jako referenční hodnota pro možnost výnosu (výnosovou příležitost) syntetického dluhopisu použije „nejvhodnější“ reálný federální dluhopis v příslušném období. Vývoj očekávaného výnosu do doby splatnosti je uveden za následujících podmínek: obsluha úrokových plateb, odkup v souladu s podmínkami a držba do splatnosti. V tomto ohledu jde o výnosovou příležitost. Výnosové příležitosti odrážejí to, jak investoři odlišně hodnotí rizika spojená s příslušnými produkty nebo zeměmi (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují náklady. V případě měn a komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu.





UniCredit S.p.A.
Investiční institut
společnosti UniCredit



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



E-mail
the-investment-institute@unicredit.eu

Online
www.the-investment-institute.unicredit.eu

AUTOŘI NÁMĚTU

Manuela D'Onofrio
Vedoucí GIS

Fabio Petti
Zástupce vedoucího GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Itálie

Philip Gisdakis
CIO, Německo

Oliver Prinz
CIO, Rakousko

Marco Valli
Vedoucí oddělení
makroekonomických analýz

.....

Tullia Bucco

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

ŠÉFREDAKTOR

Edoardo Campanella

VEDOUcí REDAKTOR

Tullia Bucco

Tobias Keller

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

VÝROBA

Frank Blaser

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Právní upozornění

Slovníček pojmů

Pojmy použité v této zprávě jsou k dispozici na našich webových stránkách: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Marketingové sdělení

Tato publikace/video je marketingovým sdělením společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank GmbH (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“), které je určeno široké veřejnosti a poskytováno 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-positiondisclosures>. 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 za jejich úplnost, správnost a pravdivost neručí a nenesе za ně žádnou odpovědnost. Zájemci proto musejí učinit vlastní investiční posouzení zcela samostatně a nezávisle, přičemž musejí vycházet výhradně z vlastních úvah o podmínkách na trhu a z celkově dostupných informací, a to v souladu se svým rizikovým profilem a ekonomickou situací. Investice jsou spojeny s rizikem. Před jakoukoli transakcí s finančními nástroji si prosím prostudujte příslušné nabídkové dokumenty. Je třeba také poznamenat následující:

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

E 25/1

Informace a údaje obsažené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 25. únoru 2025.