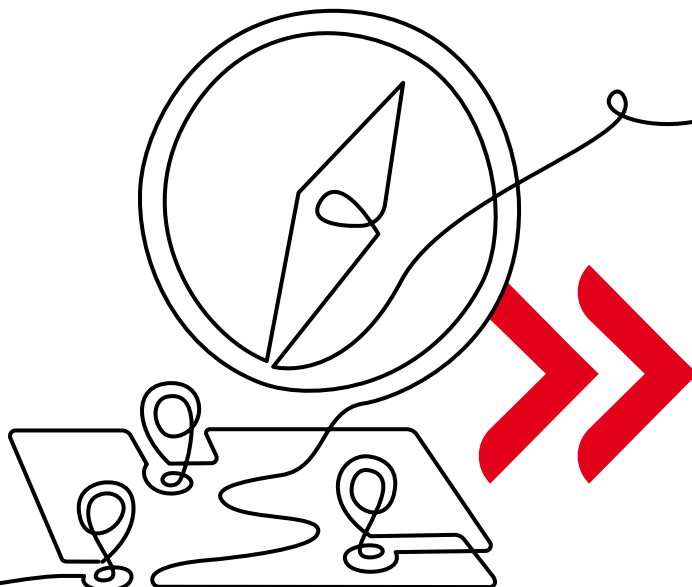


Kompas – přehled

10. dubna 2025



Trumpova celní horská dráha

Trhy se stále potýkají s hospodářskými dopady amerického „Dne osvobození“. V tomto čísle časopisu *Kompas – přehled* předběžně hodnotíme ekonomické škody a implikace pro trhy. Třebaže Trumpova administrativa ustoupila a na 90 dní zmrazila cla na 10 % na veškerý dovoz s výjimkou dovozu z Číny, škody na důvěryhodnosti USA již byly napáchány. Narativ o výjimečnosti USA ztratil na síle a daň spojená s politickou nejistotou zůstává. Investoři se postupně přesouvají k hodnotovým akciím a do Evropy. Na druhé straně klesá také atraktivita dolaru.

Profesor Harvardovy univerzity Larry Summers prohlásil, že vzájemná cla jsou „největším sebepoškozením, které jsme si přivodili v celé své historii“. V sázce není jen kupní síla amerických spotřebitelů nebo investiční rozhodnutí amerických firem. „Dne osvobození“ pravděpodobně znamená konec Pax Americana jako takového – éry vyznačující se hlubokou ekonomickou integrací v celosvětovém měřítku. Americký prezident Trump posouvá globální obchodní systém od řádu založeného na pravidlech k řádu založenému na dohodách.

Cla sice ekonomiku poškozují, slouží ale propagandistické mašinérii Trumpovy vlády v její svaté válce za reindustrializaci země, zvýšení příjmů zdaněním cizinců a řešení deficitu obchodní bilance. Ačkoli ztráty na akciových trzích vyvolané „Dnem osvobození“ nemusí pocítit právě těch 39 % Američanů, kteří nevlastní akcie a mohli by proto podporovat Trumpův boj proti elitám, ztráta jejich kupní síly bude bolestivou zkušeností – u nejnižší příjmové skupiny to bude až kolem 5 % jejich disponibilního příjmu.

Jak na to může Evropa zareagovat? Odvetná obchodní opatření by znamenala pouze soutěž v tom, kdo dříve dosáhne dna. Evropa by měla Trumpovu výzvu proměnit v příležitost a začít řešit své nedostatky v konkurenceschopnosti, jak byly uvedeny v Draghiho zprávě. MMF odhaduje, že vnitřní překážky v Evropě odpovídají 45% clu na výrobu a 110% clu na služby. Dobrým výchozím bodem je oživení obranného průmyslu v reakci na vystoupení USA z NATO. Ačkoli je program Readiness 2030 krokem správným směrem, jeho hlavní slabinou je to, že jde o program na úrovni členských států, nikoli na úrovni EU: EU uvolňuje fiskální pravidla a poskytuje úvěrové linky, je ale na národních vládách, aby jednaly.

V kontextu roztržitého mezinárodního systému a totální obchodní války nepřipadají v úvahu reakce na národní úrovni. Je potřeba reagovat na úrovni kontinentu a využít kritické množství a potenciál Evropy k vybudování první linie hospodářské obrany.

Manuela D’Onofrio
Předsedkyně,
Investiční institut

Fabio Petti
Spolupředseda,
Investiční institut

Edoardo Campanella
Ředitel a šéfredaktor,
Investiční institut

POHLEDY INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ

2

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

3

- „Dne osvobození“ staví ekonomické výhledy do nejistoty
- Cla pravděpodobně zvýší příjmy státu, ovšem nijak významně
- Obranný balíček EU a vedoucí úloha Německa

Téma 1: Překlenutí rozdílů
v zájmu budoucnosti Evropy

VÝVOJ NA TRHU

12

Co se děje na trhu?

- Akcie
- Pevně úročené cenné papíry
- Komodity
- Devizový trh

Téma 2: Vyšší výdaje na obranu,
vyšší výnosy? Nikoli nutně

Téma 3: Která odvětví budou
profitovat z vyšších výdajů EU na
obranu?

ALOKACE AKTIV

22

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY

23



Pohledy investičních ředitelů

Oznámení amerického prezidenta Donalda Trumpa ze dne 2. dubna o novém globálním obchodním systému přineslo na trhy chaos. Zpočátku nejvíc utrpěly americké akcie, významně ztrácely ovšem i evropské a asijské trhy. Ceny rizikových aktiv, jako je ropa, klesly, dluhopisy a americký dolar naopak posílily.

Podle většiny analytiků oznámená cla předčila i ty nejpesimističtější scénáře, o nichž se hovořilo předtím. Trhy byly šokovány mírou navýšení cel, které by v případě jejich plné implementace zvýšilo průměrné clo v USA na podobnou úroveň jako po zavedení nechvalně známého Smoot-Hawleyho celního zákona v roce 1930. Protože v centru pozornosti nového obchodního systému stojí vyvážené obchodní vztahy, vedlo by to k rychlému odklonu od efektivní globální ekonomiky založené na dělbě práce. Nejistota pramení také z toho, zda je Trumpův přístup transakční (snaha o ústupky v rámci vyjednávání), nebo transformační (s cílem zcela změnit globální obchodní systém).

Vzhledem k vážným hospodářským škodám, které by plné zavedení cel způsobilo v celosvětovém i domácím měřítku, stále vidíme velkou šanci, že jde o zahájení procesu vyjednávání – to naznačuje také Trumpovo rozhodnutí zmrazit cla pro většinu zemí na 10 % po dobu 90 dnů. Odvetná opatření však situaci pravděpodobně vyostří a o spolehlivosti USA se nyní celosvětově poněkud pochybuje. Vzhledem k tomu, že mají USA značný přebytek na účtu služeb, je jejich podnikový sektor, který jim mohl závidět celý svět, zranitelný.

Jak by se měli investoři v tomto bezprecedentním prostředí zachovat? V takto nejistém prostředí je potřeba vyvarovat se velkých jednosměrně orientovaných obchodů. Proto jsme naše stávající stanovisko ponechali beze změny a zachováváme neutrální postoj k akciím. Kromě toho bude zapotřebí značná taktická flexibilita, abychom dokázali rychle reagovat na změny. V oblasti akcií nadále preferujeme společnosti a sektory se stabilním a odolným obchodním profilem, protože kvalita nabízí stabilitu v nestabilních časech. Obecně je možné prohlásit, že výkyvy na trhu vytvořily rovněž příležitosti pro selektivní doplnění portfolia a veškeré známky zmírnění nebo konstruktivního řešení debaty o clech se pravděpodobně odrazí v růstu trhů.

V oblasti dluhopisů s pevným úročením (FI) se nám vyplatila strategie držet státní dluhopisy, vysoce kvalitní podnikový dluh a dluhy rozvíjejících se trhů (EM) a vyhýbat se rizikovým oblastem FI, jako jsou vysoce úročené dluhopisy (HY). V rámci naší strategie preferujeme vyvážená portfolia složená z různých aktiv. Přestože investoři musejí počítat s pokračující volatilitou a ještě většími ztrátami v nejbližším období, fundamentální odolnost evropských a amerických ekonomik, která se před celním šokem odrážela v silném růstu a očekávaných ziscích, by je přece jen měla do jisté míry uklidnit. V evropském prostoru trhy ve střednědobém horizontu podrží plány na rozsáhlé investice do infrastruktury a obrany v Německu. To ukazuje na lepší vyhlídky po odeznění celního šoku.

Alessandro Caviglia
italská investiční
ředitelka

Philip Gisdakis
německý investiční
ředitel

Oliver Prinz
rakouský investiční
ředitel





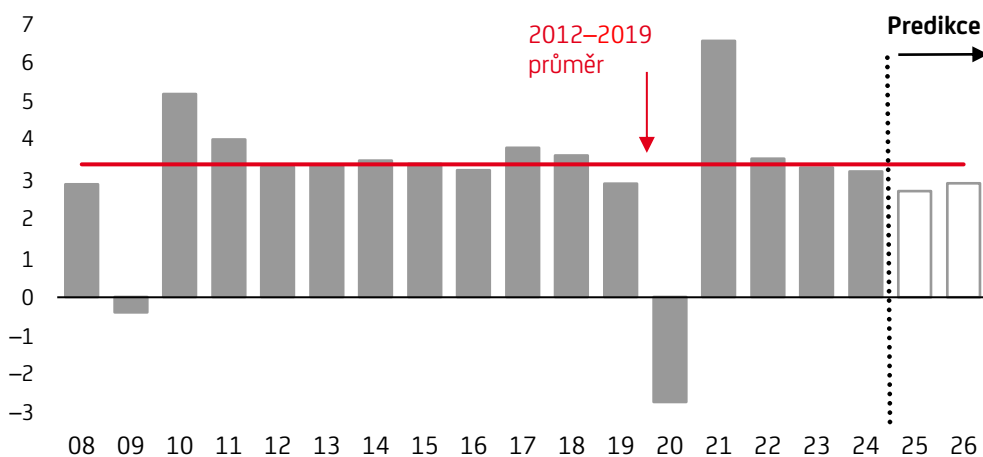
„Den osvobození“ staví ekonomické vyhlídky do nejistoty

Plán „recipročních“ cel oznámený Spojenými státy 2. dubna byl podstatně agresivnější, než jsme očekávali. Pokud by se tento plán realizoval v plném rozsahu, zvýšila by se průměrná obchodní vážená sazba na dovoz zboží do USA z loňských 2 % a něco na 20–25 % – to je nejvyšší hodnota přinejmenším od 30. let dvacátého století. Trumpova administrativa 9. dubna oznámila devadesátidenní pozastavení „recipročních“ cel s výjimkou univerzální 10% sazby (která byla zavedena 5. dubna) a s výjimkou Číny, která bude čelit represivní 125% sazbě, protože oznámila další odvetná cla vůči USA. Na Kanadu a Mexiko se nevztahuje univerzální celní sazba ve výši 10 %, místo toho se na ně vztahuje nulová celní sazba na zboží, které splňuje podmínky USMCA, a 25% sazba na zboží, které podmínky USMCA nesplňuje. Pokud se podaří vyřešit spor v oblasti pašování drog a nelegální migrace, sazba by klesla na 12 %.

V době psaní tohoto článku se situace stále dramaticky mění. Počítáme s tím, že univerzální 10% celní sazba přetrvá, vyšší „reciproční“ cla budou v případě téměř všech zemí pravděpodobně zrušena, zatímco Čína se naopak musí připravit na mnohem vyšší cla než ostatní obchodní partneři USA, byť to bude méně než současná represivní sazba 125 %. Za těchto podmínek očekáváme růst světového HDP v letošním roce mírně nad 2,5 %, což je pod jeho historickým průměrem, nejde však o recesi. Rizika jsou na obou stranách. Hlavním rizikem je to, že po vypršení devadesátidenní lhůty budou znovu zavedena vyšší „reciproční“ cla.

GRAF 1.1 RŮST GLOBÁLNÍHO HDP BUDE PRAVDĚPODOBNĚ SLABŠÍ, NEDOJDE VŠAK K RECESI

GLOBÁLNÍ REÁLNÝ HDP, % R/R



Zdroj: IMF, Investiční institut společnosti UniCredit

Dilema Fedu

Naši prognózu růstu v USA snižujeme na 1,7 % v letošním roce (z 2,2 %) a na 1,9 % v příštím roce (z 2,3 %), zároveň zvyšujeme prognózu inflace spotřebitelských cen na 3,2 % v letošním roce (z 2,9 %) a na 3,2 % v příštím roce (z 2,5 %), zejména kvůli vyšším clům v USA a odvetným opatřením obchodních partnerů. Nadále očekáváme, že bude ještě letos schválen fiskální balíček, včetně prodloužení daňových úlev pro fyzické osoby, pravděpodobnost dalšího významného snížení daní se ale nezdá vysoká. Naše prognóza průměrného ročního růstu ve výši 1,7 % pro rok 2025 je nepochybně podpořena statistickým efektem silného konce loňského roku, který přispívá velkým podílem 1,0 p.b. Podle naší nové prognózy bude čtvrtletní růst v letošním roce postupně klesat a meziroční růst HDP ve 4Q25 dosáhne pouze 1,2 % (o 1 p.b. méně oproti naší předchozí prognóze).



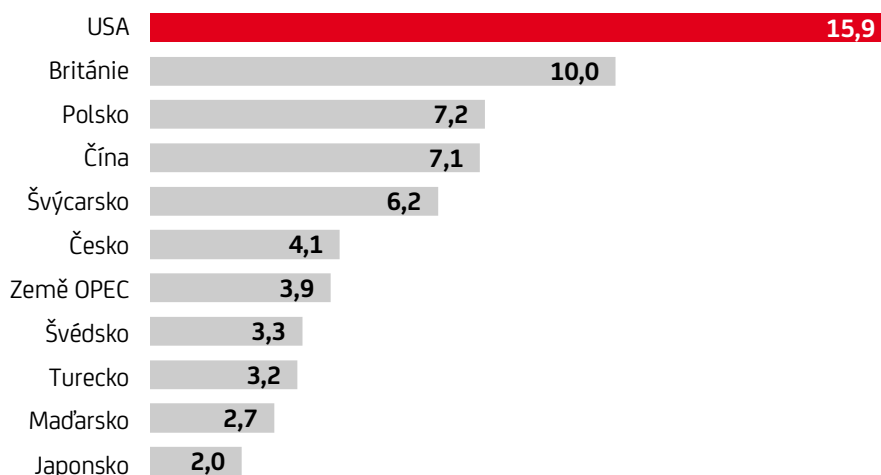
Mezi hlavní faktory tohoto vývoje patří: **1.** Vyšší inflace, když meziroční jádrová inflace CPI vzroste na konci letošního roku na 4,0 %, což je o 1 p.b. více oproti naší předchozí prognóze, protože vyšší cla zvyšují ceny koncového dováženého zboží a meziproduktů; **2.** Horší sentiment na straně spotřebitelů, který má nepříznivý vliv na výdaje; **3.** Utažení finančních podmínek vlivem nižších cen rizikových aktiv. Nyní vidíme, že Fed letos sníží úrokové sazby pouze jednou (namísto dvakrát), a to na 4,25 % ve 4Q25, a příští rok pak sáhne k jednomu snížení v polovině roku. Fed to nebude mít vůbec lehké, neboť bude čelit významně vyšší inflaci a slabému hospodářskému růstu. Jestliže se ekonomika nepropadne do recese, což není náš základní scénář, pak centrální banka nebude s to významně snížit sazby, jestli vůbec. Fed bude muset jednat, aby zamezil růstu dlouhodobých inflačních očekávání, která jsou v tuto chvíli po uplynulém období vysoké inflace pravděpodobně pesimističtější.

Dopad cel na růst HDP v eurozóně

V eurozóně mírně snižujeme prognózu růstu HDP pro letošní rok (z 0,9 % na 0,8 %) a pro rok 2026 (z 1,2 % na 1,0 %). Na čtvrtletní bázi bude růst v letošním roce pravděpodobně velmi slabý, v průměru 0,1–0,2 %, poté se v průběhu roku 2026 opět zrychlí. Nová čísla odrážejí náš názor, že dopad vyšších cel a nejistota ohledně výsledku nadcházejících jednání s Bílým domem o něco převáží pozitivní impuls plynoucí z fiskální expanze Německa a plánu na zvýšení vojenských výdajů v EU (Readiness 2030). Vzhledem k tomu, že v letošním roce zřejmě nevidíme žádný fiskální stimul, zhoršující se vyhlídky světového obchodu a nejasné ekonomické vyhlídky pravděpodobně v nejbližší době ovlivní plány investičních výdajů a zvýší rizika na trhu práce, zejména ve výrobním sektoru, kde počet zaměstnanců zůstává vzhledem k současné a očekávané úrovni aktivity vysoký. To pravděpodobně oslabí důvěru domácností a zabrání dalšímu poklesu míry úspor, která zůstává vysoko nad úrovními před pandemií. Vliv vyšších výdajů na infrastrukturu a obranu v Německu na ostatní země eurozóny bude podle našeho názoru sice pozitivní, ale malý, a to kvůli zpřísnění finančních podmínek (zejména vlivem vyšších dlouhodobých úrokových sazeb a zhodnocení eura) v důsledku oznámených fiskálních opatření.

GRAF 1.2: BOLESTIVÁ CLA

VÝVOZY Z EUROZÓNY DO ZEMÍ HLAVNÍCH OBCHODNÍCH PARTNERŮ (% PODÍL NA VÝVOZECH Z EUROZÓNY)



Zdroj: Eurostat, Investiční institut společnosti UniCredit

Pokud EU zareaguje na vyšší americká cla umírněně, jak očekáváme, obchodní válka se pravděpodobně v eurozóně nepromítne do inflačních očekávání. Ceny energií vzhledem ke zvýšenému riziku poklesu globální ekonomiky klesly, zatímco euro od 2. dubna zpevnilo jak proti americkému dolaru, tak ve vyjádření košem měn. Inflace by tak měla v následujících několika čtvrtletích dosáhnout hodnoty 2 %, neboť pomalejší růst mezd bude tláčit na dezinflaci v sektoru služeb. Tlak na ceny meziproduktů ve zpracovatelském průmyslu dosáhl svého dna, ale na rozdíl od našich očekávání zůstane v USA pravděpodobně utlumený, což bude zřejmě podpořeno přeorientováním světových obchodních toků z USA. Předstihové ukazatele signalizují, že inflace v potravinách



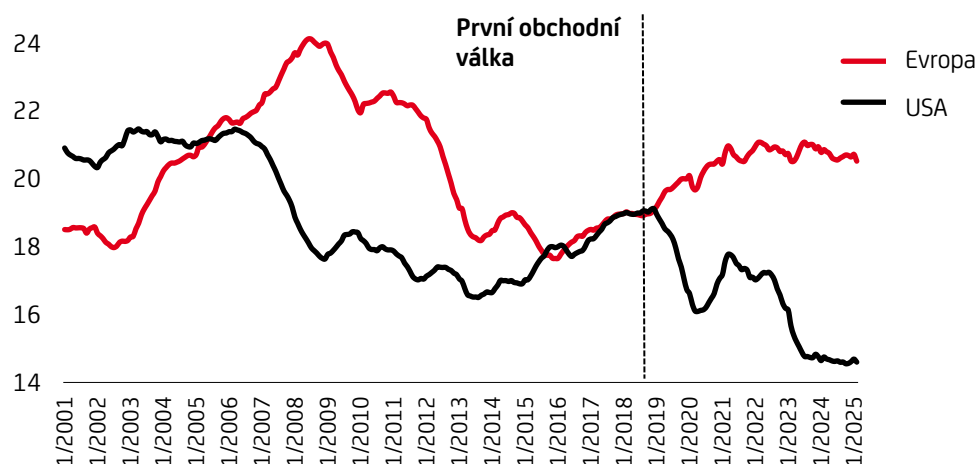
zanedlouho zrychlí, pochybujeme však, že její opětovné zrychlení se ukáže jako větší problém. Proto jsme vzhledem k rostoucím rizikům na straně ekonomické aktivity přesvědčeni, že ECB bude s to dále snižovat úrokové sazby. V měnové politice tak počítáme ještě s jedním snížením sazeb o 25 bb. Nyní vidíme konečnou sazbu na úrovni 1,75 %, přičemž snížení očekáváme na dubnovém, červnovém a zářijovém zasedání.

Čínská ekonomika byla tvrdě zasažena cly

V reakci na Trumpova „reciproční“ cla ve výši 54 % téměř na všechny čínské výrobky Peking reagoval odvetným clem ve výši 34 % na téměř veškerý dovoz z USA a omezením vývozu sedmi prvků vzácných zemin. Trump pak reagoval další 50% sazbou, kterou Peking dorovnal v plné výši. V době psaní tohoto článku činí americká cla na Čínu 125 %, ačkoli se cla z této sankční úrovně podle všeho o něco snížila. Tato nová eskalace obchodní války se promítá do rizika zásadního zhoršení výhledu růstu Číny. Ještě před americkým „Dnem osvobození“ jsme očekávali, že růst čínského HDP v roce 2025 dosáhne asi 4,5 %, tedy méně, než Pekingem stanovený cíl 5 %. Vzhledem k tomu, že klíčovým faktorem růstu Číny zůstává zahraniční poptávka, která se na hospodářské expanzi v roce 2024 podílela téměř dvěma třetinami, snižujeme náš odhad růstu HDP na rok 2025 na 4,0 % (ze 4,5 %) a na rok 2026 na 3,8 % (ze 4,2 %). Ačkoli se Peking po první obchodní válce s Trumpem (graf 1.3) snažil odstříhnout od USA, americký trh zůstal pro čínskou ekonomiku stále důležitý, protože se na celkovém vývozu země podílí přibližně ze 14 %. Kromě toho hrozí, že cla uvalená na ostatní asijské ekonomiky naruší vysoce integrované hodnotové řetězce, v nichž hraje Čína ústřední roli. V tomto kontextu vysoké míry nejistoty očekáváme větší podporu ze strany měnové i fiskální politiky, což by mělo kompenzovat některé negativní dopady obchodní války.

GRAF 1.3: POKUSY ČÍNY ODSTŘÍHNOUT SE OD USA

VÝVOZY Z ČÍNY A JEJÍ HLAVNÍ OBCHODNÍ PARTNEŘI (% CELKOVÉHO VÝVOZU, 12M/MA)



Zdroj: Statistika čínského celního úřadu, Investiční institut společnosti UniCredit



Cla pravděpodobně zvýší příjmy státu, ovšem nijak významně

Trumpova administrativa často uvádí tři důvody pro zvýšení cel: zaprvé tím chce napravit to, co považuje za nekalé obchodní praktiky, a vrátit výrobní aktivity a pracovní místa zpět do USA; zadruhé hodlá použít cla jako vyjednávací nástroj a zatřetí tím chce získat významné příjmy do federálního rozpočtu. V této části se zabýváme třetím důvodem, a zamýšlíme se nad tím, zda je pravděpodobné, že celní plán vlády přinese významné příjmy do federální pokladny.

Při posuzování dopadu vyšších amerických cel na federální příjmy sledujeme čtyři hlavní kanály:

1. zvýšení obchodně váženého průměrného cla,
2. snížení dovozní poptávky vlivem vyšších dovozních cen (po uvalení cel),
3. nahrazení zboží s vyššími celními sazbami zbožím s nižšími celními sazbami a
4. nepřímé dopady nižšího růstu HDP na federální příjmy.

Podíváme se na každý z těchto kanálů jeden po druhém.

1. Významné zvýšení průměrné celní sazby v USA

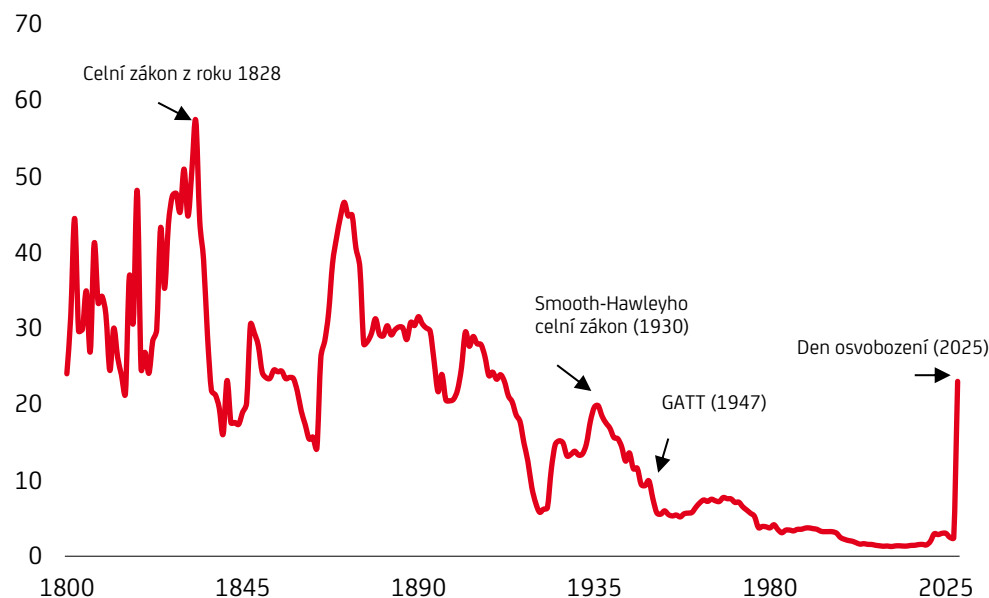
Plán „recipročních“ cel z 2. dubna, další dosud oznámená cla a pravděpodobně i další sektorová cla podle našeho odhadu zvýší obchodně váženou průměrnou celní sazbu na dovoz do USA na 20–25 % z loňských zhruba 2 %. Vycházíme přitom z různých předpokladů, včetně podílů na dovozu a sektorových cel, která mají být teprve oznámena (na léčiva, polovodiče, kriticky důležité nerostné suroviny, měď a dřevo). Pokud by došlo ke zvýšení cel v plném rozsahu, průměrná celní sazba v USA by se pravděpodobně dostala na podobnou úroveň jako po přijetí nechvalně známého Smootova-Hawleyho celního zákona ve 30. letech dvacátého století. Investory překvapil nejen rozsah zvýšení cel, ale také metodika použitá k výpočtu sazeb pro jednotlivé země. Vzorec je založen na poměru schodku obchodní bilance USA s každou zemí k hodnotě zboží dovezeného z příslušné země. Výsledná celní sazba je pak polovinou tohoto poměru. Tento zjednodušený přístup je v rozporu s dřívějšími sliby, že cla budou odrážet individuální obchodní bariéry. Cílem je tak podle všeho vyrovnání obchodní bilance s každou jednotlivou zemí. Tato metoda navíc nezahrnuje služby, jako jsou finanční a IT služby, které v případě evropských zemí mnohdy vyrovnávají nerovnováhu v obchodu se zbožím s USA.

Oznámení z 9. dubna, že „reciproční“ cla (vyšší než univerzální 10% sazba) budou pozastavena na 90 dní vůči všem zemím s výjimkou Číny, naznačuje, že tato „reciproční“ cla budou po jednání zcela odbourána v případě většiny nebo všech obchodních partnerů (kromě Číny). V této části se však podíváme na to, kolik by federální vláda USA mohla získat na dodatečných příjmech v případě rizikového scénáře, že cla z 2. dubna nakonec budou skutečně zavedena v plné výši.

Pokud by se hodnota dovozu a jeho složení z roku 2024 nezměnily, zvýšení průměrné celní sazby o 20 procentních bodů by vedlo ke zvýšení výběru cla asi o 660 miliard USD ročně (nebo 6,6 bilionu USD za deset let). Tímto jednoduchým výpočtem získáme významnou částku, která je však z důvodů, které záhy uvedeme, značně nadhodnocená. Pro srovnání, prodloužení daňových úlev pro fyzické osoby zavedených zákonem o snížení daní a pracovních míst v roce 2017, které měly skončit letos, by federální pokladna na úslých příjmech přišla asi na 4,2 bilionu USD za deset let.



GRAF 1.4: CLA V USA BY SE ZVÝŠILA NA NEJVYŠŠÍ HODNOTU ZA STO LET, POKUD BY SE PLNĚ REALIZOVAL PLÁN „RECIPROČNÍCH“ CEL
 EFEKTIVNÍ CELNÍ SAZBA NA DOVOZ DO USA (%)



Zdroj: The Budget Lab at Yale, Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Červená křivka nezohledňuje dodatečné 71% odvětné clo na Čínu, které vstoupilo v platnost 9. dubna.

2. Dovozy pravděpodobně prudce klesnou

Vyšší cla budou mít velký dopad na poptávku po dovozu do USA, který se bude odvíjet od elasticity poptávky vůči dovozním cenám a od toho, jak moc zahraniční vývozci v reakci na cla sníží své ceny, a také na vývoji hodnoty amerického dolaru. Během (relativně malého) zvýšení cel v letech 2018–2019 většina studií zjistila, že zahraniční vývozci nesnížili své ceny a že americký dolar mírně posílil. V posledním kole cel došlo k poklesu obchodně váženého indexu amerického dolaru (od začátku roku o více než 5 %), zatímco dovozní ceny zboží (před uvalením cel) mířícího z Číny do USA v únoru vzrostly, a to navzdory dodatečnému 10% clu, které vstoupilo v platnost 4. února. Oslabení amerického dolaru je pravděpodobně částečně způsobeno tím, že investoři počítají s dalším snížením úrokových sazeb ze strany Fedu (myslíme si, že se mýlí), ale také tím, že investoři přehodnocují status americké měny jako rezervní měny a bezpečného přístavu. Jestliže zahraniční vývozci nesníží své ceny a obchodně vážený index amerického dolaru se nijak zásadně nezmění, pak se zvýšení cel promítne do dovozních cen v plné výši. Zda se tyto náklady přenesou na spotřebitele, bude záviset na ziskových maržích amerických maloobchodníků a dalších amerických firem.

V akademické studii¹⁾ věnované zvýšení amerických cel v letech 2018–2019 bylo zjištěno, že 10% clo bylo spojeno s 10% poklesem dovozu v prvních třech měsících, přičemž tento pokles se postupem času zdvojnásobil. Zvýšení cel v letech 2018–2019 však bylo téměř výhradně zaměřeno na Čínu a existují důkazy, že čínský vývoz byl přesměrován do USA přes třetí země, aby se vyšším clům vyhnul. Tentokrát bude pravděpodobně těžší najít alternativy, protože cla jsou uplatňována v širším měřítku, takže předpokládáme, že se sníží i elasticita dovozu

¹⁾ Viz Amiti, Redding a Weinstein (2020), *Who's Paying for the US Tariffs? A Longer-Term Perspective*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 26610, leden 2020.



vůči clům. Zvýšení průměrného cla v USA o 20 procentních bodů by mohlo v průběhu času snížit dovoz do USA až o 20 %. V takovém případě by dodatečné příjmy z cel klesly na 5,3 bilionu USD za deset let, což jen málo převyšuje náklady na prodloužení snížení daní pro fyzické osoby.

3. Přesměrování obchodu ze zemí s vysokými cly do zemí s nižšími cly

Zvýšení cel není v jednotlivých zemích rovnoměrné, to platí zejména pro „individualizovanou“ cla platná od 9. dubna pro hlavní obchodní partnery USA. Dodatečná cla uvalená v tomto roce jsou obecně vyšší v případě asijských ekonomik, zejména u Číny (104 %), Vietnamu (46 %), Tchajvanu (36 %), Thajska (36 %) a Indonésie (32 %). EU čelí dodatečnému 20% clu, zatímco Mexiku a Kanadě se dostalo preferovaného zacházení (zboží splňující podmínky USMCA zůstane bez cla). Tento rozdílný přístup pravděpodobně způsobí určitý odklon obchodu, kdy dovoz do USA ze zemí s vyššími sazbami nahradí substituty ze zemí s nižšími sazbami. To při zachování všech dalších podmínek sníží příjmy z cel s tím, že přesný dopad je velmi obtížné odhadnout. Z tohoto důvodu považujeme odhad nárůstu příjmů z cel uvedený v předchozím oddíle za horní hranici.

4. Cla budou mít vliv na růst HDP, a tedy i na daňové příjmy

Vyšší cla zpomalí americkou ekonomiku. O kolik to bude, pak závisí na odvetných opatřeních obchodních partnerů USA. Podle naší nové prognózy bude HDP na konci roku 2026 oproti naší předchozí prognóze nižší o 1,0 % (to odpovídá asi 300 miliardám USD). Část sníženého růstu je důsledkem nejistoty v oblasti politiky a zhoršeného sentimentu, což odloží spotřebu, najímání zaměstnanců a investice, přičemž zčásti to bude jen dočasný efekt. Řada studií však uvádí, že v dlouhém horizontu snižují bariéry obchodu růst produktivity (kvůli nižší konkurenci ze strany zahraničních firem, nižší míře specializace, nižším úsporám z rozsahu a menší míře sdílení dovedností a technologií, které jsou přímou či nepřímou součástí obchodních toků). Jedna z hojně citovaných studií²⁾ zjistila, že elasticita důchodu na hlavu vůči obchodu činí asi 0,5. Pokles objemu obchodu o 10 % by tedy v dlouhém období snížil příjem na obyvatele o 5 %. Pokud by dovoz do USA klesl až o 20 %, znamenalo by to dlouhodobě pokles příjmů v USA až o 10 % oproti nezměněné situaci. Z interaktivní tabulky, kterou loni zveřejnil Rozpočtový úřad Kongresu (CBO)³⁾, vyplývá, že každoroční pokles růstu produktivity o 1 p.b. ve srovnání se základním scénářem CBO by mohl během deseti let snížit federální příjmy o více než 4 biliony USD. Částečně to kompenzuje rostoucí efekt cel na daňové příjmy, protože cla zvýší cenovou hladinu, a tím i nominální daňový základ. Po započtení nepřímých účinků celkově očekáváme, že zavedení těchto cel bude mít pro federální rozpočet jen malý přínos.

²⁾ Feyrer, James (2009), *Trade and Income: Exploiting Time Series in Geography*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 14910.

³⁾ Viz Congressional Budget Office (2023), *Workbook for How Changes in Economic Conditions Might Affect the Federal Budget: 2023 to 2033*.



Obranný balíček EU a vedoucí úloha Německa

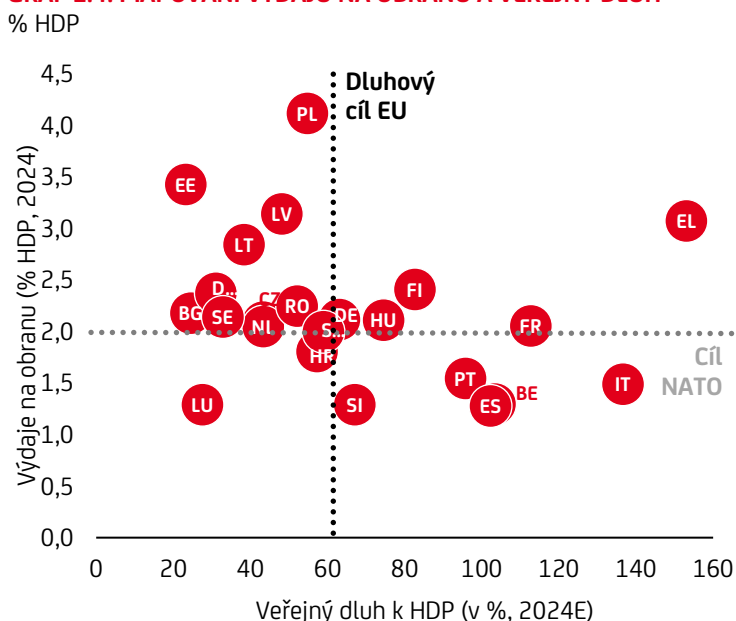
Než se v politické debatě dostala do popředí reciproční cla, soustředili se investoři na zprávy o záměrech Evropy zvýšit výdaje na obranu v důsledku Trumpovy hrozby vystoupení z NATO. Cílem obranného balíčku EU, plánu s názvem ReArm Europe/Readiness 2030, je mobilizovat téměř 800 miliard EUR (viz [Stručný pohled](#)). Plán počítá 1. S národní únikovou doložkou (NEC) Paktu stability a růstu a 2. S úvěrovým nástrojem ve výši 150 miliard EUR – Security Action for Europe (SAFE, bezpečnostní akt pro Evropu) – na projekty související s nadnárodní obranou. ReArm Europe je sice krok správným směrem a zvýšil přitažlivost Evropy v očích akciových investorů, nemusí ale dostát očekáváním. Navzdory názvu jde o program na úrovni členských států, nikoli na úrovni EU. Jinými slovy řečeno, EU uvolňuje fiskální pravidla a poskytuje úvěrové linky, konkrétní opatření však musí přijmout národní vlády.

Díky NEC bude mít Německo dostatečný prostor pro další zvýšení výdajů na obranu (ze současných přibližně 2 % HDP) a podle našeho názoru bude klíčovým aktérem tohoto plánu. Malé země EU s nižší mírou zadlužení budou pravděpodobně také ochotny zvýšit výdaje na obranu, i když již nyní vynakládají na obranu víc než 2 % HDP. V rámci plánu však nakonec mohou mobilizovat poměrně omezené množství zdrojů. Belgie, Francie, Itálie a Španělsko místo toho patrně zaujmou opatrnější přístup a budou se snažit najít správnou rovnováhu mezi potřebou zvýšit výdaje na obranu (které jsou relativně nízké) a vyhlídkou zvýšení veřejného zadlužení (které je již nyní relativně vysoké) ve střednědobém horizontu. Bez povinných závazků bude vysoké pokušení svěřt se načerno na úkor zemí, které zvýší výdaje na obranu.

Jakmile navíc pomínou důvody umožňující výjimku z fiskálních pravidel EU a strukturální navýšení výdajů na obranu, budou vlády tlačeny ke změně svých priorit v oblasti výdajů. Z toho by nakonec mohla být obtížná politická volba. Z těchto důvodů by podle našeho názoru bylo dobré, kdyby členské státy využily flexibility fiskálních pravidel a atraktivitu půjček EU k posílení společných investic do obrany a k řešení stávajících kritických nedostatků v akceschopnosti, pokud jde o naplňování priorit EU a NATO – i když vlády budou jen těžko hledat

shodu na tom, kam poplynou peníze na zahraniční investice, protože každá z nich bude chtít maximalizovat ekonomický přínos pro své vlastní voliče. Tím se podpoří inovace, konkurenceschopnost a růst ve střednědobém horizontu a zároveň se připraví půda pro skutečnou evropskou obrannou unii.

GRAF 1.4: MAPOVÁNÍ VÝDAJŮ NA OBRANU A VEŘEJNÝ DLUH



Zdroj: EK, Eurostat, Investiční institut společnosti UniCredit



Překlenutí rozdílů v zájmu budoucnosti Evropy

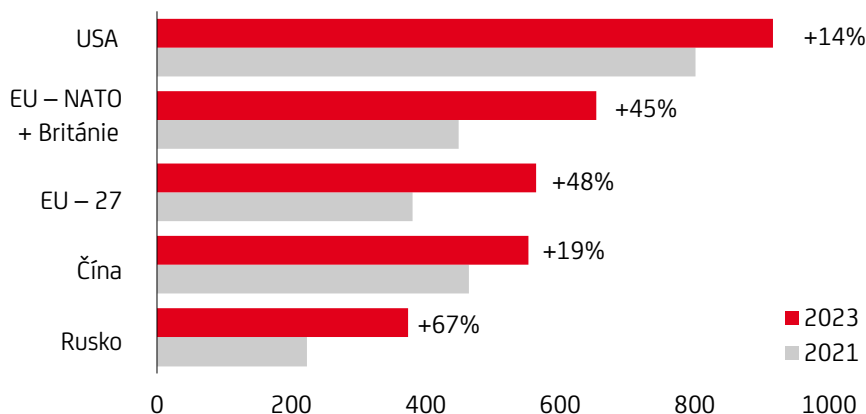
Autor: Andreas Rees

Světová politická scéna se v posledních týdnech mění závratnou rychlostí. Konsenzus z doby po skončení studené války, kdy USA podporovaly mezinárodní řád založený na pravidlech a zajišťovaly bezpečnost Evropy, se otřásl v základech. V důsledku toho byla EU nucena přijít s plány na posílení vlastních obranných kapacit, což by mohlo představovat obrovský skok v další evropské integraci. V následujícím textu se budeme zabývat jedním důležitým aspektem, který by mohl rozhodnout o úspěchu či neúspěchu: souvislost mezi plány vojenských výdajů EU a schopností evropského obranného průmyslu zajistit dodatečnou výrobu.

Výchozím bodem naší stručné analýzy je poptávková strana. V grafu 1.5 jsme porovnali údaje o vojenských výdajích EU, USA, Číny a Ruska. Vidíme, že USA měly v roce 2023 zdaleka nejvyšší vojenské výdaje, a to víc než 900 miliard USD (viz graf níže). Na druhém místě je skupina zemí, které jsou současně členskými státy EU a NATO, a Velká Británie, přibližně se 650 miliardami USD, následuje Čína (550 miliard USD) a Rusko (370 miliard USD). Všimněte si, že tyto údaje jsou založeny na směnných kurzech v paritě kupní síly, takže odrážejí relativní rozdíly v nákladech na vojáky (mzdy), operace a vybavení.

GRAF 1.5: JE EVROPA PŘED ČÍNOU A RUSKEM?

VOJENSKÉ VÝDAJE V ROCE 2023 V MILIARDÁCH USD (VOJENSKÉ VÝDAJE V PARITĚ KUPNÍ SÍLY)



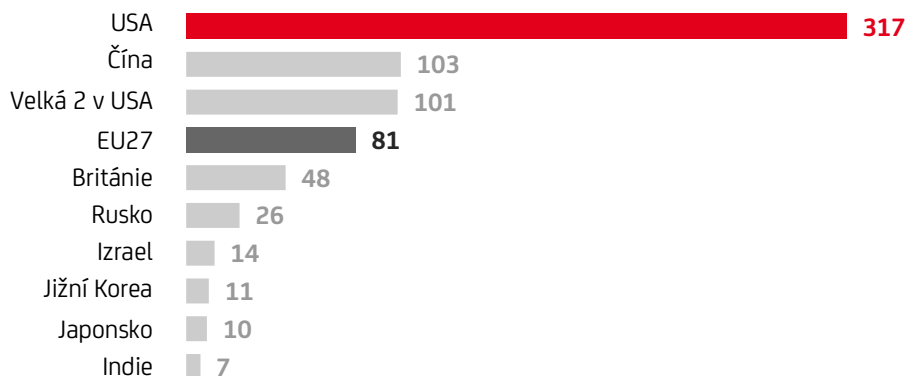
Zdroj: Peter Robertson, Investiční institut společnosti UniCredit

Ačkoli toto srovnání může Evropany uklidňovat, zdání klame. Je zřejmé, že záleží na úhlu pohledu. Především jde o to, že výdaje států EU na obranu nevyjadřují skutečnou vojenskou sílu. Vzhledem k omezeným kapacitám společností ve zbrojním průmyslu na celém světě nemohla ani zvýšená výroba vojenského materiálu v posledních letech uspokojit vyšší poptávku. Obranný průmysl EU se navíc nemůže rovnat ani USA, ani Číně (viz graf 1.6). Následující údaje se týkají objemu prodeje sta největších společností na světě, pro které jsou dostupné údaje pro srovnání. Na základě toho společnosti v EU-27 v roce 2023 vykázaly tržby ve výši přibližně 80 miliard USD (130 miliard EUR včetně Spojeného království), zatímco americké společnosti utržily 320 miliard USD a čínské společnosti víc než 100 miliard USD. Přitom tržby pouze dvou největších amerických společností překročily celkové tržby všech firem z EU-27, které se umístily v první stovce. Vzhledem k nízké výrobní kapacitě v EU se v posledních letech stále větší část evropských rozpočtů vyhrazených na obranné zakázky uspokojuje dovozem vojenského materiálu z USA.



GRAF 1.6: DOMINANCE AMERICKÝCH SPOLEČNOSTÍ

TRŽBY STA NEJVĚTŠÍCH SPOLEČNOSTÍ VYRÁBĚJÍCÍCH ZBRANĚ A POSKYTUJÍCÍCH VOJENSKÉ SLUŽBY V ROCE 2023 PODLE ZEMÍ/REGIONŮ, V MILIARDÁCH USD



Zdroj: SIPRI, Investiční institut společnosti UniCredit

Vzhledem k tomu, že výrobní linky již běží na plnou kapacitu, musejí evropští politici řešit otázku, jak rychle navýšit výrobu v obranném průmyslu. V první řadě je potřeba vytvořit skutečně společný evropský obranný trh, aby se podařilo překonat současnou fragmentaci. V Evropské unii se například používá více než 150 různých typů zbraní, zatímco v USA pouze 24. Odstranění těchto překážek by nejen zvýšilo hospodářskou soutěž, ale vedlo by také k většímu objemu objednávek a poskytlo by výrobcům zbraní jistotu z hlediska dlouhodobého plánování. Stav technologií v Evropě může navíc nejen ohrozit vojenské inovace, ale i její kybernetickou bezpečnost. Více než 80 % klíčových evropských digitálních technologií, jako je cloud computing, software, umělá inteligence atd., totiž pochází ze zahraničí, především z USA.

Dosáhnout větší samostatnosti při obraně svého území nebude pro Evropu vůbec snadné. To ale neznamená, že je to nemožné. EU by společně se Spojeným královstvím a některými dalšími evropskými zeměmi mohla v tomto ohledu aktivovat svůj potenciál. Evropa má koneckonců silnou průmyslovou základnu a předstihla USA ve strategických odvětvích, jako jsou civilní letadla, motorová vozidla nebo ocel. Tato síla se nyní pravděpodobně vyplatí, protože volné průmyslové kapacity v Evropě by se mohly využít právě k výrobě vojenského vybavení. Využití stávajících výrobních závodů namísto budování nových kapacit by ušetřilo drahocenný čas a umožnilo rychlejší náběh výroby. EU by také mohla ještě zintenzivnit spolupráci s Ukrajinou formou integrace obranných dodavatelských řetězců a sdílení zkušeností z bojiště. Ukrajina vyvinula nové technologie, jako jsou bezpilotní letouny s autonomní navigací využívající umělou inteligenci, které se již osvědčily v rusko-ukrajinské válce.

Je pravdou, že dosažení plné vojenské nezávislosti na USA by trvalo řadu let. Neměli bychom však zaměřovat vojenskou nezávislost s budováním kapacit pro věrohodné odstrašení Ruska. Zatímco prvního cíle se pravděpodobně nepodaří dosáhnout do roku 2030, vojensští odborníci se domnívají, že druhý cíl je v následujících pěti letech splnitelný. Evropa by se však měla postarat o to, aby na její prohlášení také navázaly činy. Přestože jsme v poslední době svědky masivních injekcí veřejných prostředků, je třeba to podpořit podpisem smluv se společnostmi z obranného průmyslu. Tyto procesy by urychlily omezení byrokracie při zadávání veřejných zakázek a harmonizaci vnitrostátních pravidel. EU nyní musí svá slova stvrdit činy.



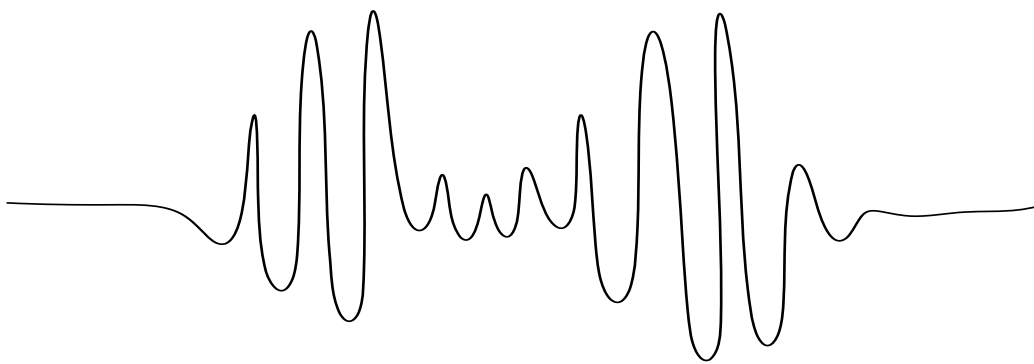
Vývoj na trhu

Autoři: Luca Cazzulani, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Co se děje na trhu?

ŠUM

Záplavou zpráv o clech a obchodní politice udržuje Trump trhy v napětí. Jeho oznámení o zavedení recipročních cel na hlavní obchodní partnery, kteří přispívají k obchodnímu deficitu USA, vyvolalo značnou nejistotu. Americká administrativa plánuje základní clo ve výši 10 % na veškerý dovoz a další cla na jednotlivé země, zdůraznila však, že tato cla by mohla být prostřednictvím jednání snížena. Pozitivní zprávy z Evropy, včetně konstruktivnějšího tónu mezi Ukrajinou a USA a částečného příměří mezi Ruskem a Ukrajinou, měly zatím na trhy jen nepatrný dopad.



SIGNÁL

Tržní narativ se odklonil od výjimečnosti USA v prostředí vysoké volatility a zvýšené nejistoty pramenící z Trumpových nevyzpytatelných prohlášení, která utlumila očekávání růstu v USA a posílila obavy z recese. To zasáhlo americké akcie a podpořilo poptávku po dluhopisech. Fiskální reakce v Evropě předčila očekávání. V čele fiskálních opatření stanulo Německo s významným stimulačním balíčkem na podporu výdajů na obranu a infrastrukturu. Evropská komise navíc plánuje posílit evropskou vojenskou kapacitu, což přispělo k lepší náladě na evropských akciových trzích a zvýšilo výnosy německých státních dluhopisů. Nedávné zprávy o clech uvalených Spojenými státy a potenciální evropská odvěta se však promítly do odklonu od rizikových aktiv i na evropských trzích.

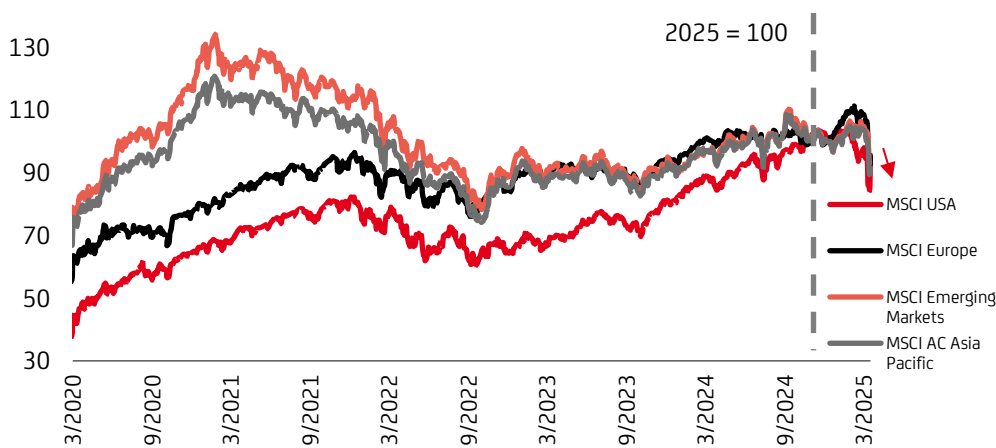
Akcie

NEJISTOTA SPOJENÁ SE CLV A ODVÁŽNÁ POLITICKÁ OPATŘENÍ V EVROPĚ NA PODPORU HODNOTOVÝCH ODVĚTVÍ

Trumpův „Den osvobození“ Ameriky měl za následek prudký propad cen akcií na celém světě. Oznámení o amerických clech přinesla na trhy zvýšenou ekonomickou nejistotu, a tím i obavy z vývoje zisků firem. Volatilita na akciových trzích (v obou směrech) proto zůstane v nadcházejících měsících vysoká. Nedávný vývoj zpochybňuje scénář, který na akciových trzích dlouho převládal, totiž scénář výjimečnosti USA, a vede k významnému přecenění **amerických akcií** (viz graf 2.1). Nepříznivě revize zisků za fiskální rok 2025 by měly pokračovat, přičemž nejvíc je tím zatím postižen americký akciový trh. Ani ostatní regiony se však tomuto trendu nevyhnou.

Evropské akcie se sice musejí potýkat s důsledky zavedení Trumpových cel, díky nedávné odvážné změně politiky v Evropě směrem k uvolnění fiskálních výdajů (na infrastrukturu a obranu) v následujících letech, zejména v Německu, se však těší jisté podpoře. Než trhy plnou silou zasáhl „Den osvobození“, nesla se nálada v pozitivním duchu díky příslibu oživení v Evropě, která se staví na vlastní nohy, protože ji USA nechaly na holičkách, a započítaly do cen zlepšení ekonomických vyhlídek eurozóny ve střednědobém horizontu. Vzhledem k možným jednáním a dohodám mezi USA a jejich obchodními partnery by pak měla být tato složitější situace na akciovém trhu ve střednědobém horizontu řešitelná. Přestože se zvýšilo riziko výrazného zpomalení globální ekonomiky, očekáváme, že se akciový trh v budoucnu stabilizuje a změny v investičním prostředí by mohly vytvořit potenciál pro vyrovnanější výnosy oproti posledním rokům.

GRAF 2.1: ROZVÍJEJÍCÍ SE TRHY A EVROPA TENTO ROK ZATÍM VLÁDNOU



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit (sledované období: 3. dubna 2020 – 3. dubna 2025)

Hlavním zdrojem výkonnosti akciového trhu byly po léta **růstové akcie**, zejména v technologickém sektoru v USA. V souvislosti s odlivem finančních prostředků z USA však investoři stále více vyhledávají podhodnocené společnosti se silnými fundamenty, pokud možno stabilními zisky a hmotnými aktivy, tzn. to, co symbolizuje **hodnotové investování**, které v éře umělé inteligence ztratilo na popularitě (viz graf 2.2). Přetrvávající vysoká nejistota ohledně obchodní politiky USA, oslabující ekonomické ukazatele v USA, rostoucí výnosy dluhopisů v Evropě a zvýšená volatilita na trzích zvýšily zranitelnost růstových akcií, zatímco oznámené fiskální stimuly v Evropě, zejména v Německu, vytvořily příznivější prostředí pro hodnotové akcie. Do budoucna by potenciálně vyšší dlouhodobé úrokové sazby a strmější výnosová křivka v důsledku nedávné změny politiky v Evropě měly zvýhodnit hodnotově orientované akcie před jejich růstovými protějšky. V této souvislosti jsme snížili náš cíl pro rok 2025 pro index S&P 500 na 5700 bodů a pro index Euro STOXX 50 na 5350 bodů (další cíle pro indexy uvádíme v tabulce s prognózou vývoje rizikových aktiv na straně 24).

GRAF 2.2: VÝNOSY HODNOTOVÝCH AKCIÍ



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit (sledované období: 3. dubna 2000 – 3. dubna 2025)

V Číně se vláda snaží oživit ekonomiku zvýšením spotřeby a snížením nákladů na půjčky při současné stabilizaci akciového trhu a trhu s nemovitostmi. Zdá se, že přístup investorů k **čínským akciím** je optimističtější, protože čínské technologické akcie těží z efektu DeepSeeku a v obecné rovině z tématu umělé inteligence. Čínský akciový trh se proto zotavil z minima, na které klesl v polovině ledna. Tento trend však oznámením drastického zvýšení amerických cel na globální a čínský dovoz skončil, protože to Číně zasadí velkou ránu, pokud USA přece jen nepřistoupí k významnějším ústupkům.

Japonské akcie zakončily první čtvrtletí kvůli obavám o globální ekonomiku, poklesu kurzu jenu k dolaru a především kvůli obavám z dalšího rozšíření agresivního celního režimu USA na negativní vlně. Trumpův celní úder v „Den osvobození“ tyto obavy ještě zesílil. Smysluplné reformy v oblasti správy a řízení společností, dva roky trvající růst mezd signalizující normalizaci ekonomiky a rostoucí rozdíl mezi prognózovanými zisky a cenami akcií by však měly být z fundamentálního, respektive technického hlediska pro tamní akciový trh podporou.

Pevně úročené cenné papíry

VÝNOSY DLOUHODOBÝCH EGB DLUHOPISŮ PRAVDĚPODOBŇ JEN TAK NEKLESNOU

STÁTNÍ DLUHOPISY

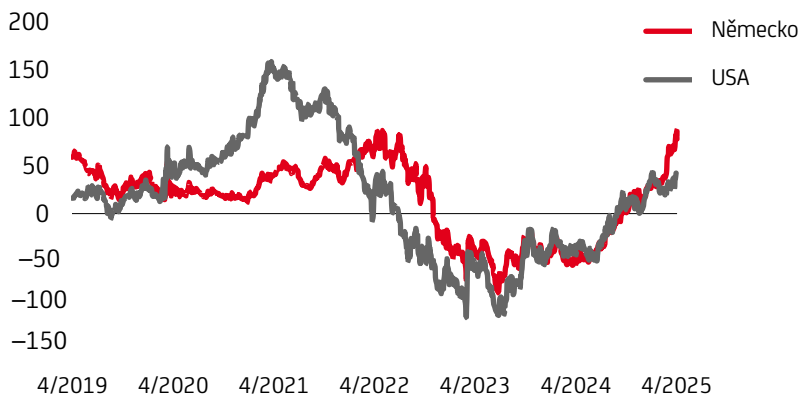
Březen byl pro státní dluhopisy velmi intenzivním měsícem. Oznámení Německa o zvýšení fiskálních výdajů a spuštění obranného plánu EU vedly k významnému napětí křivek EGB, protože investoři přecenili časovou prémii, aby tak zohlednili dopady vyšší nabídky. Spready EGB zůstaly celkově stabilní, což pravděpodobně odráží lepší výhled hospodářského růstu vlivem aktivnější fiskální politiky. Ke konci měsíce však výnosy opět poklesly kvůli zhoršení očekávaného hospodářského růstu v USA a zvýšeného rizika na trzích. Oznámení o clech z 2. dubna způsobilo na trzích šok. Výnosy v eurozóně kompletně vymazaly efekt Merzova oznámení, akciové trhy klesly z únorových maxim o více než 20 % a očekávání snížení sazeb vzrostla jak v eurozóně, tak v USA. Spready mezi zeměmi se o něco zvýšily. Informace o odložení cel o 90 dní pak způsobila na trzích další obrát.

Panuje velká nejistota stran toho, jak se bude situace vyvíjet dál. Průměrná americká cla oznámená 2. dubna vystoupala na nejvyšší hodnotu za několik posledních desetiletí. To je zároveň maximum toho, kde se nakonec usadí. Rozhodnutí odložit jejich aplikaci o 90 dní tuto myšlenku podporuje, zároveň ale nevíme, do jaké míry mohou cla klesnout. Fed se bude vzhledem k inflačnímu tlaku spojenému se cly a slabnoucímu růstu nacházet v obtížné pozici. Možnost, že mezinárodní investoři postupem času ztratí zájem o americká aktiva, dále přidává výhledům vývoje na trzích na nejistotě. Očekávání ohledně uvolnění měnové politiky ze strany Fedu považujeme za přehnaná. Do budoucna očekáváme vyšší výnosy amerických federálních dluhopisů na krátkém konci, výnos desetiletých dluhopisů se pak může stabilizovat na 4,5 %.

O něco klesly také výnosy z EGB, protože investoři počítají s prohloubením holubičí politiky ECB. Strmost křivky, kterou jsme mohli pozorovat po oznámení německých fiskálních výdajů, však nebyla narušena. Po oznámení celních sazeb 2. dubna se křivka naopak ještě víc napřímila. Výnosy EGB budou i nadále pod vlivem očekávaného vývoje sazeb ECB v nadcházejících měsících, my se však držíme našeho názoru, že přecenění časových premií tu s námi zůstane a že křivka zůstane strmější než v minulosti. Společně s předpokládaným cílem u sazeb ECB ve výši 1,75 % do 3Q25 očekáváme, že výnosy z desetiletých německých státních dluhopisů se budou v následujících měsících pohybovat kolem 2,70 %. Pokud jde o BTP, zůstáváme konstruktivní; negativní dopad nižšího růstu by měl být kompenzován očekávanými nižšími sazbami ECB, které by měly zachovat náklady na financování na nízké úrovni, zejména u kratších splatností.

GRAF 2.3: KŘIVKY NĚMECKÝCH A AMERICKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ SE ROZCHÁZEJÍ

SPREAD 2/DESETILETÝCH DLUHOPISŮ (BB)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

FIREMNÍ ÚVĚRY

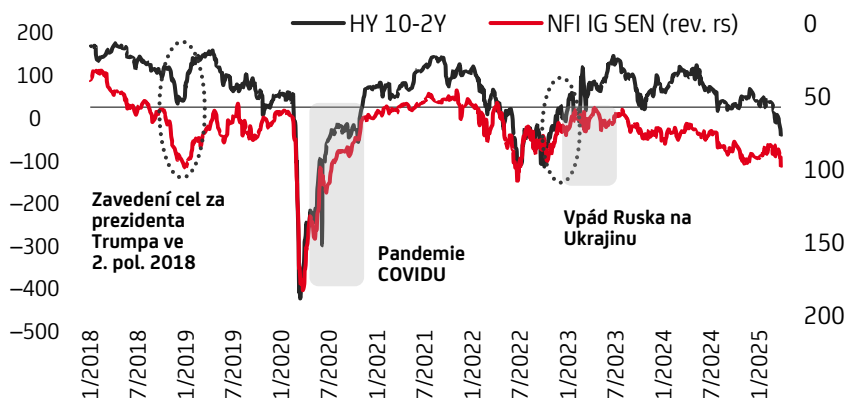
Nová cla oznámená americkou administrativou mají podle našeho názoru na úvěry nepříznivý vliv, protože znamenají nižší hospodářský růst v USA i v eurozóně, a to oslabuje i výhled pro fundamenty na straně úvěrů evropských podniků. Reakce EU a Číny zůstávají stále otevřené, což přispívá k vysoké míře nejistoty v oblasti zahraničního obchodu. Oznámená cla jsou vyšší než cla zavedená v Trumpově prvním funkčním období. V reakci na tato cla se rizikové prémie úvěrů v indexu iBoxx High Yield Non-Financials, které byly v té době mnohem užší než nyní – narostly o 80 bazických bodů a prémie seniorních úvěrů investičního stupně se ve 2. pololetí roku 2018 zvýšily o 30 bazických bodů.

Jak ukazuje náš graf, evropská úvěrová křivka se navíc začala mírně invertovat, protože investoři začali zohledňovat rostoucí pravděpodobnost recese, na rozdíl od 2. pololetí v roce 2018, kdy se v reakci na cla křivka pouze zploštila. Ačkoli recese není v tuto chvíli součástí našeho základního scénáře (a neočekáváme ani velkou vlnu nesplácených úvěrů), samotný rozsah cel povede k citelnému zpomalení růstu v eurozóně, čímž bude narušena schopnost podniků generovat EBITDA a dojde ke zhoršení úvěrových ukazatelů.

To nás přimělo revidovat naše prognózy spreadu firemních úvěrů: vidíme, že spread u nefinančních úvěrů investičního stupně se v 1H25 rozšíří na 125 bb (o 15 bb oproti současným úrovním) a spread u úvěrů nefinančních institucí s vysokým výnosem na 450 bb (o 45 bb oproti současným úrovním), přičemž do konce roku by se mohlo nepatrně snížit (na 110 bb, resp. 420 bb). Očekáváme, že rozpětí výnosů hybridních cenných papírů nefinančních institucí se do konce roku zvýší na 290 bb (o 40 bb oproti současné úrovni). Evropské podnikové úvěry stále nabízejí slušné zhodnocení. Doporučujeme nadvážit úvěry investičního stupně a podvážit úvěry s vysokým výnosem.

Nižší hospodářský růst se negativně odrazí v úvěrech evropských bank. Ačkoli jsme i nadále přesvědčeni o silných úvěrových fundamentech bank, bankovní úvěry jsou také makroekonomickou hrou a v prostředí s vyšším rizikem mají tendenci dosahovat horších výsledků. Zdá se také, že trhy přisuzují scénáři hospodářské recese vyšší pravděpodobnost než my, a takový scénář by měl na bankovní úvěry dvojitý dopad – v podobě nižších příjmů v důsledku snížení úrokových sazeb centrálními bankami a nižšího růstu úvěrů a zvýšení rezerv ke krytí ztrát z úvěrů. Naši prognózu spreadu u prioritních bankovních dluhopisů v 1H25 jsme proto zvýšili z 90 bb na 130 bb (současný spread je 114 bb) s tím, že se do konce roku 2025 podle našeho názoru sníží na 115 bb, což bude odrážet možný pokrok v jednáních o snížení cel. Tlak na spready bude výraznější u podřízeného dluhu. Očekáváme, že dojde ke snížení tlaku na kapitálovou strukturu bank v době, kdy byly spready před oznámením cel na historických minimech. Zvýšili jsme naši prognózu spreadu u Tier 2 na konci roku ze 140 bb na 180 bb (současný spread je 194 bb) a prognózu spreadu u AT1 z 350 bb na 450 bb.

GRAF 2.4: SPREADY ÚVĚRŮ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ INVESTIČNÍHO STUPNĚ IBOXX VS. STRMOST KŘIVKY ÚVĚRŮ S VYSOKÝM VÝNOSEM, BB



Zdroj: S&P Global, Investiční institut společnosti UniCredit

Komodity

ZLATO VEDE KOMODITY K VYSOKÝM VÝNOSŮM

ROPA

Poptávka Číny po ropě se v poslední době stala hnacím faktorem růstu ceny této komodity, jak to dokládají dovozy do této země v březnu, zatímco OPEC+ od dubna zrušil snížení produkce v souvislosti s přerušením dodávek v důsledku nových sankcí USA vůči Rusku a Íránu. Navzdory nedávnému propadu cen ropy, který vyvolalo Trumpovo oznámení o vysokých clech, se kartel dohodl na dalším rozšíření produkce v květnu. Rostoucí obchodní napětí vyvolává obavy o globální poptávku a zvyšuje nejistotu, protože trhy čekají na reakci obchodních partnerů, zatímco vyšší vzájemná cla by mohla zpomalit zavádění čistých energií na celém světě. Vzhledem k pravděpodobným hospodářským škodám způsobeným Trumpovými cly a obavám z plnohodnotné globální obchodní války nyní očekáváme, že se budou ceny ropy po většinu roku 2025 pohybovat v rozmezí 65–70 USD za barel. Tyto obavy budou také přispívat k vysoké volatilitě cen ropy.

ZEMNÍ PLYN

Ceny TTF byly v průběhu 1. čtvrtletí 2025 nadále volatilní, což bylo způsobeno politickými a tržními vlivy. Když ceny v únoru vystoupaly na nejvyšší hodnotu 58 EUR/MWh, následně klesly pod 40 EUR/MWh, protože EU přišla s plánem zmírnění požadavků na skladování zemního plynu pro nadcházející zimní období. Poptávka po LNG na světovém trhu by měla být v roce 2025 vyšší než v předchozích letech, protože mimořádně chladná zima v Evropě a ukončení většiny zbývajících obchodních toků z Ruska zanechaly zásobníky plynu významně prázdnější než v předchozím roce. Slabší globální výhled hospodářského růstu a zmírnění evropských skladovacích cílů by však měly zamezit opětovnému růstu cen nad nedávná maxima. V nadcházejících měsících proto očekáváme pouze mírný tlak na růst cen TTF a snižujeme naši cílovou cenu z původních 45–50 EUR/MWh na 40–45 EUR.

ZLATO

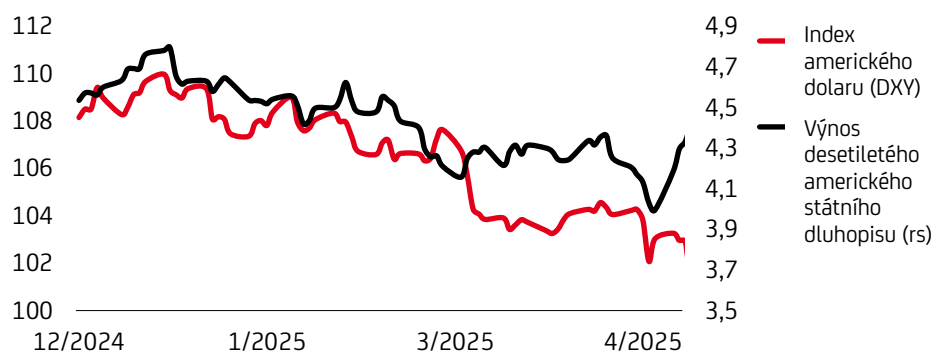
Drahý kov v posledních týdnech pokračoval v růstu a kvůli vysoké míře nejistoty na trzích ohledně budoucího vývoje amerických cel a obchodní politiky se již stabilně drží nad hodnotou 3000 USD/unci. V letošním roce tak jde o jednu z nejvýkonnějších komodit, protože v prvních třech měsících roku vzrostla přibližně o 20 % a zaznamenala nejlepší čtvrtletí od poloviny 80. let. Očekáváme, že si ceny zlata vzhledem k pokračující politické nejistotě plynoucí z Trumpovy administrativy a z toho vyplývající rostoucí poptávce po bezpečném přístavu zachovají v průběhu roku slušnou podporu. Kromě toho by pokračující nákupy centrálních bank a rostoucí poptávka po ETF krytých drahými kovy měly vytvářet konstruktivní prostředí pro tento kov, i když je pravděpodobné, že dojde k technickým prodejům. Očekáváme proto, že se zlato bude letos obchodovat kolem 3000 USD/unci s tím, že bude spíš růst, než klesat.

Devizový trh

TRVALEJŠÍ POSILOVÁNÍ PÁRU EUR/USD PŘÍLIŠ NEPOMÁHÁ

Na devizovém trhu vystoupal **měnový pár EUR/USD** na nová roční maxima nad hodnotu 1,10, protože oznámení prezidenta Trumpa o clech vyvolalo obavy z hospodářské recese v USA. To uškodilo americkému dolaru ve všech ohledech, a to i přes výprodej na akciových trzích po celém světě, který podpořil JPY a CHF jako bezpečné měny. Pokles dlouhodobých amerických výnosů působil na americký dolar také na dalších párech (viz graf níže). EUR/USD pravděpodobně zůstane silný, což odráží i mírnou nespokojenost s dolarem, která na trhu převládá, a záměr americké administrativy mít konkurenceschopnou měnu. Latka pro trvalejší posilování společné měny ve stejné intenzitě, jakou jsme viděli doposud, však zůstává vysoko, a to i vzhledem k našemu očekávání méně agresivní měnové politiky ze strany Fedu. Údaje o pozicích navíc také ukazují, že správci aktiv již drží dostatečně velké dlouhé pozice na páru EUR/USD poté, co v březnu prodávali americký dolar a co byl zcela eliminován efekt „Trump trade“ po amerických volbách. Investoři se do té doby pravděpodobně zaměřili také na to, jak se budou efektivně realizovat nové plány v oblasti infrastruktury a vojenských výdajů v celé eurozóně a jaký dopad budou mít na deficity a dluhy jednotlivých států. Volatilitu může zvýšit i nejistota ohledně možných odvetných opatření na americká cla a mírová jednání o Ukrajině.

GRAF 2.5: KLESAJÍCÍ AMERICKÉ VÝNOSY PŮSOBILY NA AMERICKÝ DOLAR NA VŠECH FRONTÁCH



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Vyšší výdaje na obranu, vyšší výnosy? Nikoli nutně

Autor: Francesco Maria Di Bella

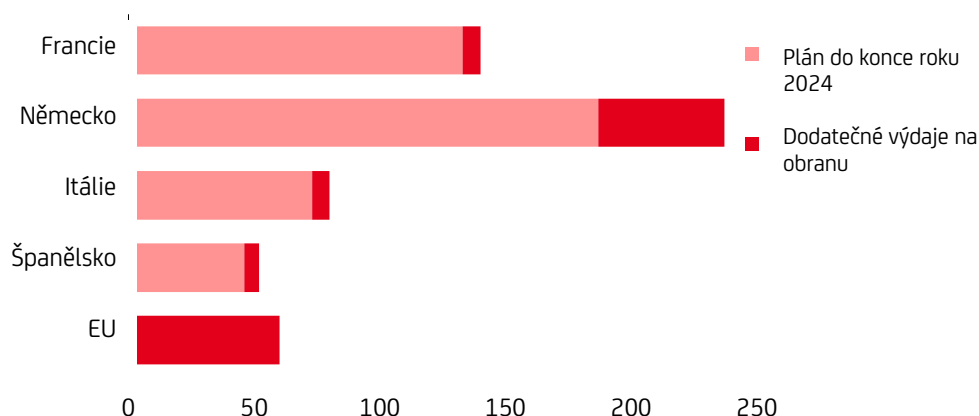
Zahraniční politika Trumpovy vlády přiměla spojence USA přehodnotit své obranné strategie. Evropské země mají k dispozici tři různé kanály pro zvýšení výdajů na obranu: vnitrostátní financování, půjčky od EU a soukromý kapitál.

Předtím, než se budeme zabývat možnými důsledky pro trhy pevně úročených nástrojů, je potřeba uvést na pravou míru dvě věci. S výjimkou rozdílů mezi jednotlivými zeměmi, které jsou způsobeny rozdílnou fiskální situací, již země EU v posledních letech navýšily své výdaje na obranu, zejména po ruské invazi na Ukrajinu. Ještě před výsledkem amerických prezidentských voleb většina zemí počítala s navýšením výdajů do budoucna. Druhým faktem je to, že panuje nejistota ohledně toho, kdy budou tyto plány skutečně realizovány.

Na dalším grafu vidíme, jak by se měly zvýšit výdaje na obranu v letech 2025–2026 v porovnání s tím, co bylo oznámeno koncem loňského roku. S výjimkou Německa zvýší další velké země EU své výdaje na obranu jen nepatrně s tím, že možná v tomto ohledu budou spoléhat na půjčky od EU (prostřednictvím nástroje SAFE).

GRAF 2.6: NOVÁ ZAHRANIČNÍ POLITIKA USA POVEDE K VYŠŠÍM VÝDAJŮM NA OBRANU V EVROPĚ

VÝDAJE NA OBRANU V LETECH 2025–2026 (V MLD. EUR)



Zdroj: Dluhové agentury eurozóny, Evropská komise, Investiční institut společnosti UniCredit

Německé státní dluhopisy a další EGB se dostaly pod tlak po oznámení „fiskální bazuky“ v Německu. Německý infrastrukturní fond měl pravděpodobně silnější dopad na výnosy EGB vzhledem ke své velikosti a k tomu, že se až tolik neočekával. Protože nárůst výdajů na obranu bude pravděpodobně limitovaný a rozložený do více let, neočekáváme významné pohyby ve výnosech EGB nebo spreadech oproti současným úrovním.

Dopad na dluhopisy EU je obtížné predikovat, protože EU by mohla pokrýt náklady na půjčky ze SAFE jinými nástroji než dluhopisy a skutečná velikost samotného nástroje zatím není známa, protože země o prostředky z tohoto nástroje ještě nepožádaly. Vyšší nabídka dluhopisů EU by v každém případě nebyla pro tuto třídu aktiv zcela negativní, protože by mohla zvýšit její likviditu, zejména když zohledníme fakt, že by mělo zkrátka skončit financování spojené s NGEU.

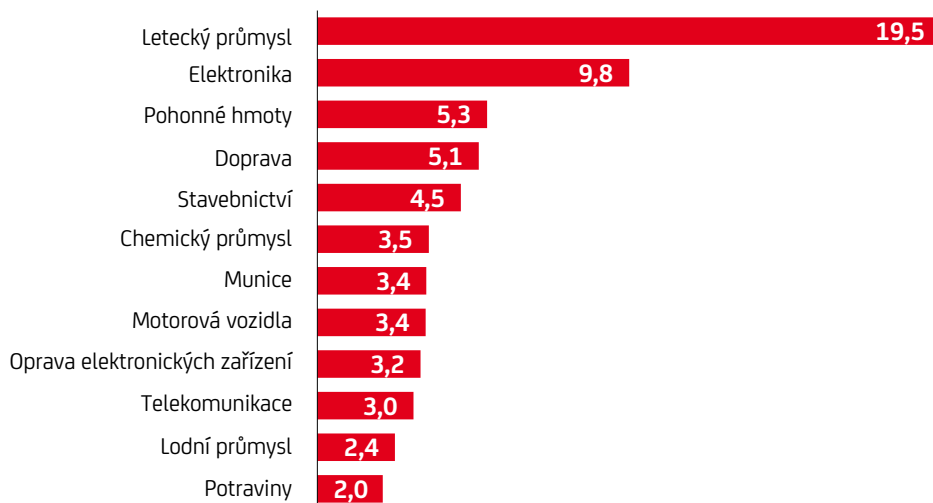
Která odvětví budou profitovat z vyšších výdajů EU na obranu?

Autoři: Andreas Rees, Christian Stocker

Při odvozování sektorových dopadů vyšších výdajů EU na obranu je potřeba rozlišovat mezi přímými a nepřímými dopady na jednotlivá odvětví. Přímý dopad zahrnuje vládní nákupy vojenského vybavení, jako jsou letadla, lodě, tanky a vojenská vozidla, ze kterých bude těžit zbrojní průmysl. Kromě toho budou vlády vynakládat více prostředků na rozšiřování vojenské infrastruktury. Příkladem mohou být vojenské základny, kasárna a výcviková zařízení, z nichž budou profitovat zejména firmy ve stavebnictví. Stejně důležité je ale to, že vyšší výdaje EU na obranu mají i své nepřímé dopady. Ty jsou méně zřejmé a analyticky obtížněji rozklíčovatelné. Například výroba zásobníků vyžaduje vstupy z jiných průmyslových odvětví, která vyrábějí kovové díly, elektroniku, chemické přísady atd.

Přímé a nepřímé dopady ekonomové často kvantifikují s použitím nástroje pro analýzy vstupů a výstupů (I-O). Data o vstupech a výstupech umožňují pochopit vzájemné ekonomické závislosti mezi různými odvětvími a to, jak se vyšší výdaje na obranu šíří ekonomikou, ať už prostřednictvím domácí výroby, nebo dovozu. Takové údaje o vojenských výdajích v EU bohužel nejsou dostupné, a to ani na celoevropské, ani na národní úrovni. Jako přibližný ukazatel jsme proto použili údaje o vstupech a výstupech v americké ekonomice a podívali se na mezistatky, zboží a služby, poptávané v USA v rámci výdajů na obranu. Ačkoli tedy přímé účinky hrají důležitou roli, vyšší vojenské výdaje mají poměrně široký vliv také na další odvětví. Přibližně 20 % potřebných meziproductů pochází z leteckého a kosmického průmyslu a zhruba 10 % z odvětví elektroniky (viz graf 2.1). Těží z toho také odvětví logistiky v segmentech dopravy a skladování (5 %), stavebnictví (4 %) a chemický průmysl a výroba motorových vozidel (po 3 %).

GRAF 2.7: VYUŽITÍ MEZIPRODUKTŮ FEDERÁLNÍ VLÁDOU USA (VÝDAJE NA OBRANU), V %*



Zdroj: Bureau of Economic Analysis, Investiční institut společnosti UniCredit

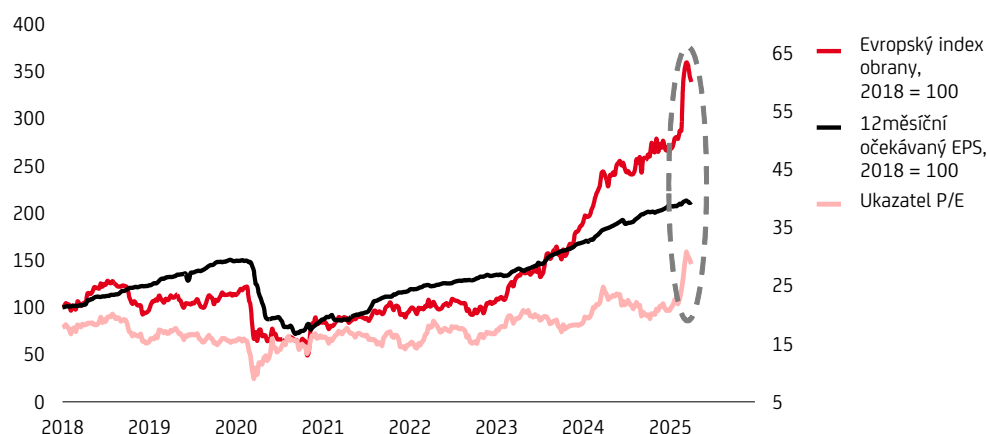
*Jako % celkových vstupů v podobě meziproductů ve výdajích na obranu; v roce 2017 (poslední dostupné údaje)

V případě EU by bylo rovněž potřeba vyvinout značné úsilí na rozšíření a ochranu kritické infrastruktury před bezpečnostními hrozbami a sabotážemi vojenského, hybridního nebo kybernetického charakteru. Pokud jde o fyzická aktiva, příkladem budiž odolné zdroje energie, včetně elektřiny a pohonných hmot, a spolehlivé dopravní systémy, které jsou zapotřebí pro rychlé nasazení vojenských sil a vybavení. Modernizace a zvýšení odolnosti letišť, přístavů, silnic a železnic bude přínosem pro stavebnictví, ale také pro výrobní odvětví a služby mobility.

Kromě toho ochrana národní bezpečnosti v EU vyžaduje také ochranu jejích kybernetických aktiv. Technologická suverenita Evropy je křehká. Zásadní digitální technologie, jako jsou technologie používané ke zpracování a

ukládání dat, umělá inteligence, software, cloudové služby atd., se doposud ve velké míře pořizovaly mimo EU, a to zejména v USA. Snížení této závislosti by prospělo evropským softwarovým společnostem, datovým centrům a poskytovatelům telekomunikačních služeb.

GRAF 2.8: INDEX EVROPSKÝCH SPOLEČNOSTÍ ZE SEKTORU OBRANY
ODHAD ZISKŮ A UKAZATELE P/E



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Společnosti ze zbrojního průmyslu budou přímo těžit ze zvýšených výdajů na obranu v Evropě. To se však již do značné míry odráží v současných cenách akcií evropských společností ze zbrojního sektoru, jak to vidíme na grafu 2.8. Index obranného průmyslu, který jsme sestavili, tvoří 12 největších evropských společností ze sektoru obrany (po třech společnostech z Německa, Francie a Spojeného království a po jedné společnosti z Itálie, Švédska a Norska). Graf ilustruje nejen výrazný nárůst hodnoty společností od začátku války mezi Ruskem a Ukrajinou, ale také stabilní nárůst zisků společností, ke kterému došlo v tomto období, zatímco poměr P/E zůstal převážně na svém dlouhodobém průměru těsně pod 19, což je do značné míry v souladu s průměrnou hodnotou P/E amerických společností ze sektoru obrany (s průměrným P/E 18).

Od začátku letošního roku se však situace změnila a potřeba evropského obranného úsilí prudce vzrostla. Ukazatel P/E (na základě dvanáctiměsíčního zisku na akcii) evropských společností ze sektoru obrany vyskočil na 30, zatímco jejich americké protějšky se v současnosti obchodují s diskontem přesahujícím 35 %. Tento velký rozdíl pravděpodobně omezí další potenciál růstu cen akcií evropských společností z tohoto odvětví, zejména proto, že vysoká očekávání zisku je možné naplnit pouze v případě dlouhodobého a investičně náročného rozšiřování kapacit. V této souvislosti se jeví jako atraktivnější cílené investice do výše uvedených odvětví, která těží z nepřímých efektů zvýšených výdajů na obranu.



Alokace aktiv

OPTIMALIZACE POTENCIÁLNÍCH VÝNOSŮ V PROSTŘEDÍ VYSOKÉ VOLATILITY NA TRZÍCH

Vzhledem k převládajícím nejistotám v současné době doporučujeme opatrný přístup s absencí velkých směrových obchodů. Naše strategie zdůrazňuje globální perspektivu akciových portfolií a využívá silných stránek různých zemí a regionů, současně kombinujeme hodnotové a růstové investiční styly. Tento přístup podporuje diverzifikovanou a komplexní investiční strategii, která je navržena tak, aby se pomohla vypořádat s volatilitou na trzích a zároveň optimalizovala potenciální výnosy na problematických trzích.

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

	NÍZKÁ VÁHA V PORTFOLIU	NEUTRÁLNÍ	VYSOKÁ VÁHA 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 S 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)





Předpovědní tabulky

Prognózy UniCredit

PROGNÓZY HDP, CPI A SALD STÁTNÍCH ROZPOČTŮ

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

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Aktuální	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00
ECB	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
UK	4,50	4,50	4,25	4,00	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
BoJ	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Švédsko	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Norsko	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	10. 4. 2025	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,50	2,00	1,75	1,75
3M Euribor	2,30	1,95	1,75	1,75
2Y Schatz	1,87	1,90	1,90	1,80
10Y Bund	2,69	2,70	2,70	2,70
2Y EUR swap	2,05	2,05	2,05	1,95
10Y EUR swap	2,63	2,70	2,70	2,75
10Y Bund-swap spread	-6	0	0	5
2Y BTP	2,18	2,30	2,30	2,20
10Y BTP	3,87	3,90	3,90	3,90
10Y BTP-Bund spread	119	120	120	120
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	4,50	4,50	4,50	4,25
3M OIS SOFR	4,28	4,40	4,23	4,15
2Y UST	3,86	4,15	4,15	4,00
10Y UST	4,31	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund spread	163	180	180	180

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	10. 4. 2025	2Q25	3Q25	4Q25
EURUSD	1,10	1,10	1,11	1,12
USD-JPY	146	146	145	143
EUR-JPY	161	162	162	162
GBP-USD	1,29	1,28	1,27	1,26
EUR-GBP	0,86	0,86	0,87	0,89
USD-CNY	7,34	7,32	7,30	7,28
EUR-CNY	8,06	8,05	8,10	8,15

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	10. 4. 2025	Polovina r. 2025	Konec r. 2025
Ropa			
Brent USD/barel	64	65	68
Akcie			
Euro STOXX 50	4 986	5 000	5 350
STOXX Europe 600	504	500	540
DAX	21 279	21 500	23 000
MSCI Italy	86	92	98
S&P 500	5 457	5 400	5 700
Nasdaq 100	19 145	19 000	20 000
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	110	125	110
iBoxx Banks Senior	114	90	85
iBoxx High Yield NFI	404	450	420

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

Podrobné tabulky prognóz naleznete na následujících odkazech: [Ekonomika](#) | [FI](#) | [FX](#) | [Riziková aktiva](#)



Vývoj vybraných indexů finančních trhů

Od	10. 4. 2024	10. 4. 2020	10. 4. 2021	10. 4. 2022	10. 4. 2023	10. 4. 2024	10. 4. 2025	1. 1. 2025
Do	10. 4. 2025	10. 4. 2021	10. 4. 2022	10. 4. 2023	10. 4. 2024	10. 4. 2025	10. 4. 2025	10. 4. 2025
Aktiové indexy (celkový výnos, v %)								
MSCI World (v USD)	4,4	50,6	6,0	-5,4	23,3	4,4	94,1	-6,1
MSCI Emerging Markets (v USD)	-3,3	53,5	-13,9	-9,3	9,5	-3,3	29,0	-7,0
MSCI US (v USD)	7,1	53,4	9,3	-7,6	28,1	7,1	111,0	-7,1
MSCI Europe (v EUR)	-4,1	33,8	9,6	3,5	13,0	-4,1	65,3	-6,5
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	-4,9	49,8	-13,1	-5,8	12,2	-4,9	32,3	-9,1
STOXX Europe 600 (v EUR)	-4,2	35,2	8,5	2,7	13,3	-4,2	64,5	-6,7
DAX 40 (Německo, v EUR)	8,7	44,2	-6,1	9,2	15,6	8,7	86,2	-1,2
MSCI Italy (v EUR)	2,5	38,7	4,3	14,1	32,5	2,5	128,3	-3,0
ATX (Rakousko, v EUR)	6,3	49,6	5,0	3,1	16,5	6,3	103,1	-0,1
SMI (Švýcarsko, v CHF)	-2,4	22,6	15,1	-7,8	5,2	-2,4	33,4	-5,0
S&P 500 (USA, v USD)	7,2	50,5	11,1	-6,9	27,6	7,2	111,2	-6,9
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-18,3	56,3	-7,4	4,8	44,4	-18,3	80,3	-19,8
CSI 300 (Čína, v jüanech)	8,7	35,6	-15,8	-0,8	-12,4	8,7	9,5	-6,1
INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (celkový výnos, v %)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	6,3	-6,6	-7,4	-3,2	-5,3	6,3	-15,6	3,1
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	5,9	-4,5	-6,1	-2,3	-2,5	5,9	-9,4	2,3
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	5,1	7,9	-7,5	-2,5	2,6	5,1	5,3	0,2
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	1,4	-0,2	-8,9	-10,3	1,5	1,4	-16,5	-1,0
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	2,5	2,7	-8,2	-9,4	3,3	2,5	-10,1	-0,7
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	4,1	7,7	-6,8	-6,2	6,2	4,1	3,6	-0,3
VÝNOSY DLUHOPISŮ (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)								
Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-24	94	108	71	112	-24	358	-26
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-61	42	171	110	99	-61	360	-29
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-19	-112	170	131	44	-19	212	11
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	14	1	106	150	11	14	289	18
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	9	-27	106	161	0	9	259	20
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-8	-123	150	204	-45	-8	187	28
SPREADY STÁTNÍCH DLUHOPISŮ (úvěrové spready, změna v bazických bodech)								
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	32	-167	25	25	-55	32	-140	39
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	127	-472	36	113	-153	127	-359	145
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	17	-92	34	32	-44	17	-54	21
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	77	-357	97	90	-125	77	-229	118
Směnné kurzy eura (změna v %)								
Americký dolar (EUR-USD)	1,7	9,4	-8,5	0,5	-0,4	1,7	1,6	6,3
Britská libra (EUR-GBP)	1,1	-1,0	-3,4	5,0	-2,5	1,1	-1,3	4,2
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-5,4	4,3	-7,9	-2,7	-0,6	-5,4	-12,1	-1,4
Japonský jen (EUR-JPY)	-3,2	10,2	4,0	6,4	13,5	-3,2	34,9	-2,1
Komodity (změna v %)								
Komoditní index (GSCI, v USD)	29,8	-3,3	9,9	2,1	15,7	29,8	65,5	15,7
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-8,6	59,8	35,4	-24,5	2,6	-8,6	54,5	-6,0
Zlato (v USD za ryzí unci)	31,9	3,6	10,6	2,4	16,4	31,9	82,9	17,1
Ropa (Brent, v USD za barel)	-26,4	98,7	62,2	-17,1	4,5	-26,4	107,7	-11,8

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 10. dubnu 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, 4
20154 Milano

**E-mail**

the-investment-institute@unicredit.eu

On-line

www.the-investment-institute.unicredit.eu

AUTOŘI NÁPADŮ

Manuela D'Onofrio
Vedoucí oddělení GIS

Fabio Petti
Zástupce vedoucí oddělení 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

Thomas Strobel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

VÝROBA

Frank Blaser

Ingo Heiming

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 UniCreditBank 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.investmentsights.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, 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, že daňový režim závisí na individuální situaci zákazníka a může se v budoucnu změnit.
7. Pokud se informace týkají budoucích výsledků, je třeba upozornit, že nepředstavují spolehlivý ukazatel těchto výsledků.
8. Diverzifikace nezaručuje zisk ani nechrání před ztrátami.

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

E 25/1

Informace a údaje obsažené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 10. dubnu 2025.