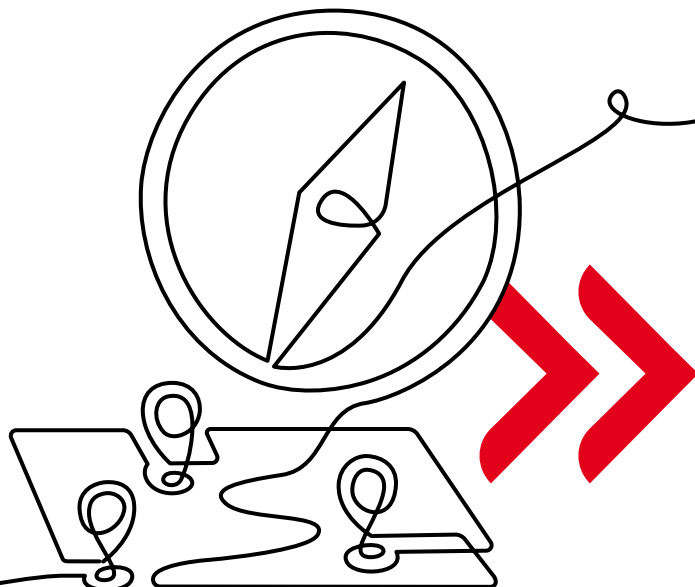


Kompas – přehled

22. května 2025



Nejisté výsledky jednání

Světová ekonomika zůstává v nejistotě. Reciproční cla oznámená Trumpovou administrativou 2. dubna jsou aktuálně pozastavena do 8. července. USA mezitím paralelně vyjednávají se všemi svými hlavními obchodními partnery obchodní dohody. Bezprostředně po zmrazení cel 10. dubna prohlásil Trumpův hlavní obchodní poradce Peter Navarro, že si administrativa stanovila za cíl „uzavřít 90 dohod za 90 dní“.

Washington nedávno oznámil první takovou dohodu se Spojeným královstvím. Plynou z toho dvě ponaučení. Za prvé, Trumpova administrativa je ochotna snížit cla, ale jen do určité míry. Nedojde proto k návratu k současnému stavu a 10% clo na většinu zboží dováženého do USA se pravděpodobně stane spodní hranicí – oproti předchozímu průměrnému clu na dovoz do USA ve výši přibližně 2,5 %.

Za druhé, složité obchodní dohody nelze vyjednat během několika týdnů. Obchodní dohoda se Spojeným královstvím ještě není uzavřena. Zbývá doladit některé detaily. Dohody s velkými ekonomikami, jako je Čína nebo EU, budou trvat ještě déle.

To není překvapivé. Obchodní jednání s jedinou zemí mohou vzhledem k technickým složitostem trvat měsíce nebo dokonce roky. Trumpova administrativa se přitom nezaměřuje pouze na snižování zahraničních cel, ale na odstraňování všech možných obchodních překážek, jako jsou zahraniční zákony, předpisy a politiky, které podle ní brání hospodářské soutěži. Nejistota, kterou pocítují společnosti, spotřebitelé a investoři, se proto ani po 8. červenci (a v případě Číny i po 10. srpnu) nerozptýlí. Jedinou jistotou je to, že svět směřuje k trvale vyšším clům.

Centrální banky se snaží zorientovat v těchto neprobádaných vodách, přičemž roste riziko divergence mezi měnovou politikou Fedu a ostatních centrálních bank. ECB na svém posledním zasedání snížila úrokové sazby a v roce 2025 je plánuje snížit ještě dvakrát. Hlavní centrální banky se nacházejí v podobném režimu uvolňování. Fed naopak navzdory tlaku Trumpovy administrativy na svém posledním zasedání úrokové sazby nesnížil a uvedl, že si vzal čas na posouzení možných stagflačních rizik způsobených Trumpovou protekcionistickou politikou. Nejistota panující kolem výsledků vyjednávání dále pravděpodobně oslabí důvěru v dolar a volatilita na trhu tak zůstane na zvýšené úrovni.

Manuela D'Onofrio
předsedkyně
Investičního institutu

Fabio Petti
jeden z předsedů
Investičního institutu

Edoardo Campanella
ředitel a šéfredaktor
Investičního institutu

POHLEDY INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ

2

- Alokace aktiv

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 3

- ECB bude pokračovat ve snižování sazeb, Fed stojí před nelehkým balancováním
- Přesměrování vývozu čínského zboží z USA do EU
- Proč se nezaměstnanost v USA nemusí příliš zvýšit

Téma 1: Přetahování mezi USA a Čínou je prověrkou pro globální hodnotové řetězce

VÝVOJ NA TRHU

8

Co se děje na trhu?

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

Téma 2: Americký dolar a státní dluhopisy – hrozí odliv kapitálu?

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY 17



Makroekonomický vývoj

Autoři: Andreas Rees, Marco Valli, Daniel Vernazza

Od začátku dubna, kdy Trumpova administrativa oznámila zavedení recipročních cel, se toho událo hodně. Riziková aktiva, zejména akcie, zažila na celém světě výprodej, přičemž mimořádně silně byly zasaženy americké trhy. Současně jsme byli svědky nárůstu výnosů amerických státních dluhopisů a oslabení dolaru, což ukazuje na potenciální oslabení tradičního statutu bezpečného přístavu pro obě uvedená aktiva. Evropské akcie si přitom zachovaly lepší výkonnost oproti svým americkým protějškům, jak to bylo i v prvních týdnech roku. Vzhledem k turbulencím vyvolaným obchodní politikou USA se hospodářská situace v Evropě příliš nezměnila. Očekávání růstu HDP USA byla naopak významně revidována směrem dolů.

Kvůli přetrvávající nejistotě nevidíme v oblasti alokace akcií silná jednostranně orientovaná doporučení jako opodstatněná – bez ohledu na odraz od dubnových minim v poslední době. Nadále se zaměřujeme na důkladný výběr společností, odvětví a témat. Evropské akciové trhy s vyšším podílem hodnotových a defenzivních sektorů přinášejí investorům do jejich portfolia určitou stabilitu. V kombinaci s relativní odolností evropské ekonomiky jsme upravili naši pozici u evropských akcií (z podvážené) a tichomořských akcií (z nadvážené) na neutrální.

Ačkoli i evropská ekonomika pocítí dopad obchodního napětí v USA a vyšších cel, investiční iniciativy oznámené novou německou vládou by měly přispět k oživení regionální poptávky. Oslabení amerického dolaru, k němuž přispěla Trumpova zjevná ochota podpořit vývoz prostřednictvím jeho oslabení, současně vyvolává širší obavy ve spojení s dlouhodobým postavením dolaru jako bezpečného přístavu. Tento vývoj je možné považovat za první známky sekulárního trendu dedolarizace.

V důsledku toho zastáváme opatrnější postoj k americkému dolaru. V případě cenných papírů s pevným výnosem to znamená přehodnocení expozice vůči americkému dolaru a rizika durace amerických státních dluhopisů, přičemž se i nadále počítá se zvýšenou volatilitou. Ke snížení expozice je možné využít období dočasné síly amerického dolaru. U dluhopisů s pevným výnosem i nadále upřednostňujeme naši strategii „Quality Carry“: Nadvažujeme dluhové cenné papíry podniků s investičním stupněm a dluhové cenné papíry rozvíjejících se trhů denominované v eurech, podvažujeme pak globální dluhopisy s vysokým výnosem.

ALOKACE AKTIV

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

	PODVÁŽENÍ	NEUTRÁLNÍ	VYSOKÁ VÁHA V PORTFOLIU
Globální akcie		●	
Akcie USA		●	
Evropské akcie		●	
Akcie asijsko-pacifického regionu (rozvinuté trhy ¹⁾)		●	
Akcie rozvíjejících se trhů		●	
Globální dluhopisy			●
STÁTNÍ dluhopisy (EMU)		●	
Státní dluhopisy (N-EMU)		●	
Podnikové dluhopisy (denominované v eurech, s investičním stupněm)			●
Podnikové dluhopisy (s vysokým výnosem)	●		
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (tvrdá měna)			●
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (lokální měna)			●
Peněžní trhy	●		
Alternativy		●	
Komodity		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

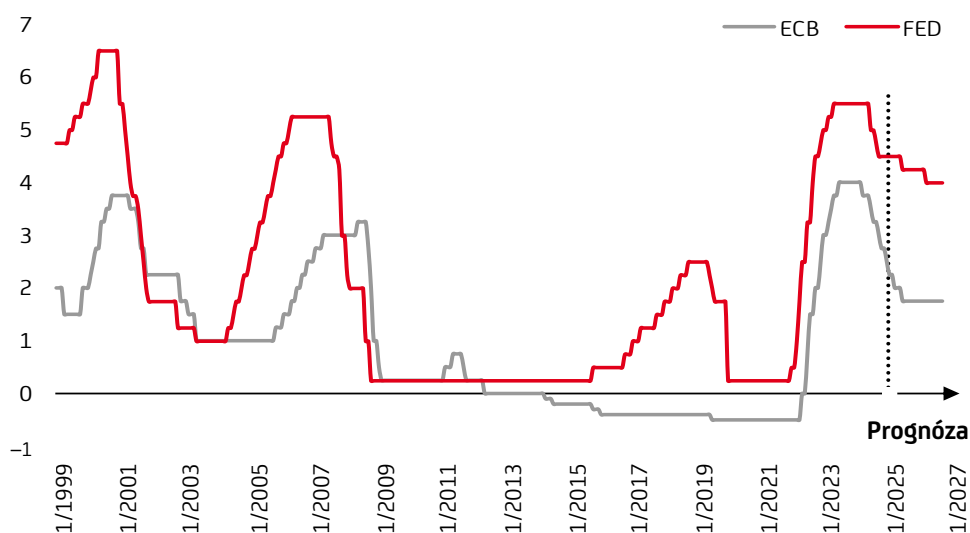
¹⁾ Rozvinuté trhy: Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur



ECB bude pokračovat ve snižování sazeb, Fed stojí před nelehkým balancováním

ECB má podle všeho před sebou méně náročnou práci než Fed. Z Frankfurtu zní ve stále větší míře holubičí rétorika, protože obchodní válka zvyšuje rizika zhoršení výhledu růstu eurozóny a zároveň podporuje dezinflační tlaky, přinejmenším v krátkodobém až střednědobém horizontu. Slabý hospodářský růst, posilování eura, nižší ceny energií a riziko významného odklonu toku čínského zboží z USA pravděpodobně posílí důvěru ECB ve včasný a udržitelný návrat inflace k jejímu 2% cíli. Snižování sazeb tak bude pravděpodobně pokračovat i v červnu, kdy bude depozitní sazba pravděpodobně dále snížena na 2 %, čímž kumulativní snížení sazeb v tomto cyklu dosáhne 200 bb. Potvrzujeme náš pohled, že se depozitní sazba do září sníží na hodnotu 1,75 %, čímž se ocitne na spodní hranici odhadovaného neutrálního rozpětí ECB.

GRAF 1.1: FED ZŮSTANE RESTRIKTIVNÍ
ÚROKOVÁ SAZBA CENTRÁLNÍ BANKY, V %



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Fed 7. května ponechal cílové rozpětí pro sazbu federálních fondů na úrovni 4,25–4,50 %. Podle slov šéfa Fedu Powella je měnová politika nastavena správným způsobem a je vhodné, aby centrální banka počkala na vyjasnění s ohledem na vládní politiku a ekonomické údaje, než se rozhodne, zda nějak svou sazbu upraví. Fed se nachází ve velmi obtížné situaci, protože cla pravděpodobně zvýší inflaci a sníží hospodářský růst, čímž se dostanou do střetu cíle jeho duálního mandátu, tzn. 2% inflace a maximální zaměstnanost. V takové situaci by Fed rozhodoval o své politice podle toho, jak daleko bude ekonomika od jednotlivých cílů. Podle našeho názoru je laťka pro změnu sazeb před zářím nastavena velmi vysoko, protože devadesátidenní pozastavení „recipročních“ cel potrvá do 8. července. Zůstáváme u našeho názoru, že v našem základním scénáři bez recese se Fed pravděpodobně zaměří na zachování cenové stability. V tomto roce očekáváme pouze jedno snížení sazeb, a to ve 4. čtvrtletí, jedno snížení by pak měl Fed přidat v polovině roku 2026.



Přesměrování vývozu čínského zboží z USA do EU

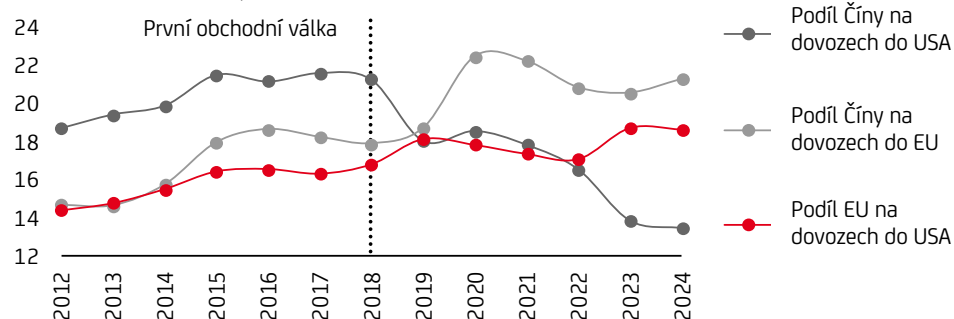
Po posledním snížení amerických cel na čínské zboží ze 145 % na 30 % zůstávají cla stále podstatně vyšší než cla na dovoz ze zbytku světa – ta nyní činí 10 %. I když nejistota ohledně výsledku dalších obchodních jednání zůstává vysoká, domníváme se, že značné rozdíly v amerických clech na zboží z Číny a dalších zemí zůstanou zachovány. Tato mezera se pravděpodobně odrazí v přesměrování obchodu ve dvou různých podobách:

1. **Přesměrování čínského vývozu z USA do jiných regionů, včetně EU.** Čína by se jinak potýkala s nadměrnými průmyslovými kapacitami, což je dlouhodobá obava čínských politiků, zejména s ohledem na slabou domácí poptávku. Strategické přesměrování vývozu do EU by dávalo smysl, protože zejména vyspělé evropské ekonomiky jsou z hlediska poptávky, preferencí spotřebitelů atd., relativně podobné Spojeným státům. Všimněte si přitom, že Čína v roce 2024 vyvezla do USA zboží v hodnotě téměř 440 miliard USD, zatímco do EU za víc než 550 miliard USD. Další příliv čínského zboží na evropský trh by mohl vyvolat napětí u místních výrobců v odvětvích, kde přímo konkurují čínským výrobcům. Příkladem je strojírenství a průmysl spotřebního zboží s vysokou přidanou hodnotou, které by mohly být nuceny snížit ceny, aby si zachovaly podíl na trhu. Tvůrci politik v EU uvažují o tom, že by tyto nepříznivé účinky zmírnili zavedením antidumpingových cel na ochranu svých průmyslových odvětví. To by ale zároveň zvýšilo riziko protiopatření ze strany Číny v podobě dalších překážek pro vývoz z EU.
2. **Vývozci z EU zvyšují svůj vývoz do USA,** zejména v odvětvích, jako je strojírenství a chemický průmysl, protože vyšší americká cla výrazně zdražují čínské zboží. Evropští výrobci však (částečně) soutěží s jinými zeměmi, jako jsou Japonsko a Jižní Korea.

V této fázi je vzhledem k nejistotě stran obchodních politik USA, EU a Číny obtížné říct, jak velké budou oba tyto efekty „přesměrování“. Od verze Trump 1.0 převážilo částečné přesměrování čínského vývozu z USA do EU nad přírůstky tržních podílů EU v USA (viz graf 1.2). V roce 2018 pocházelo z Číny přibližně 21 % veškerého dovozu zboží do USA, zatímco loni to bylo méně než 14 %. Současně se podíl Číny na dovozu do EU zvýšil z 18 % na 21–22 %. Rostoucí podíl Číny na trhu v EU samozřejmě neodráží pouze cla, ale i další faktory, jako je například vzestup Číny jako významného výrobce automobilů a zboží v segmentu zelených technologií (solární panely, baterie atd.).

GRAF 1.2: PŘESMĚROVÁNÍ OBCHODU OD TRUMPA 1.0

PODÍLY NA DOVOZECH, V %



Zdroj: IMF, Investiční institut společnosti UniCredit

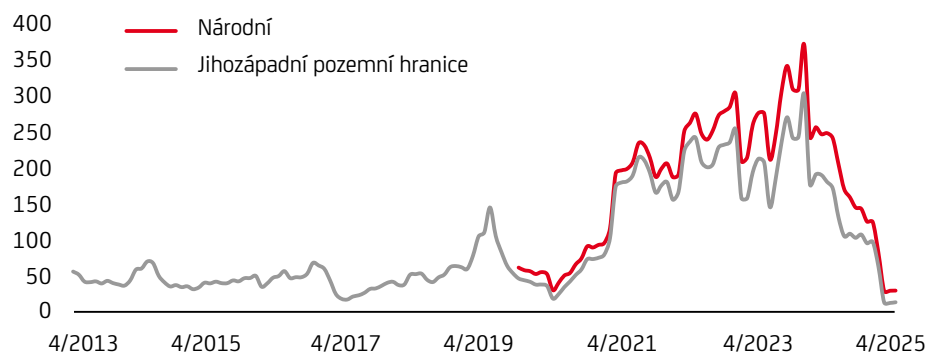


Proč se nezaměstnanost v USA nemusí příliš zvýšit

Trh práce v USA zůstává v období bezprostředně po zavedení cel zatím stabilní. Poptávka po pracovní síle sice nadále klesá v souladu s trendem před zavedením cel (počet volných pracovních míst se nadále postupně snižuje), ale v současné době je v celkové rovnováze s nabídkou pracovních sil (jak je to patrné z míry nezaměstnanosti, která v dubnu zůstala na stále nízké úrovni 4,2 %). V této části se zabýváme tím, jaký vliv bude mít na míru nezaměstnanosti klíčový vývoj v oblasti migrace a cel.

Úřad pro sčítání lidu odhaduje, že do poloviny roku 2024 se počet obyvatel zvýší o 3,3 milionu (1,0 %), tedy nejvíce od 90. let 20. století, přičemž 84 % tohoto nárůstu připadá na čistou imigraci. Novější ukazatele, včetně údajů ministerstva vnitřní bezpečnosti o střetech migrantů s příslušníky celní a pohraniční stráže na hranicích, naznačují, že příliv migrantů se v druhé polovině loňského roku významně zpomalil, když Bidenova vláda zpřísnila imigrační politiku. Pokles imigrace se v prvních třech měsících druhého Trumpova funkčního období zrychlil (viz graf 1.3). Trumpova administrativa se zavázala omezit příliv migrantů, zejména těch nelegálních, a provést největší deportaci nelegálních migrantů ze všech prezidentů USA (více než milion lidí!). Domníváme se, že k tomu nedojde a že deportace budou omezeny. I tak ale bude čistá imigrace podle všeho za prezidenta Trumpa i nadále významně nižší než v posledních letech. Tím se zpomalí i růst nabídky pracovních sil, což povede ke snížení míry nezaměstnanosti, protože práci bude hledat méně pracovníků.

GRAF 1.3: POKLES IMIGRACE ZA TRUMPA NABRAL NA TEMPU
SETKÁNÍ POHRANIČNÍ STRÁŽE USA NA HRANICÍCH, PODLE MĚSÍCŮ, TISÍCE LIDÍ



Zdroj: Celní a pohraniční ochrana USA, Investiční institut společnosti UniCredit

Dopad vyšších cel na míru nezaměstnanosti je teoreticky nejednoznačný. Na jedné straně prudký nárůst ekonomické nejistoty (zejména v důsledku nejistoty ohledně obchodní politiky USA) povede k tomu, že firmy budou odkládat přijímání nových zaměstnanců, na druhé straně vyšší inflace vyvolaná cly bude tlumit spotřebitelskou poptávku, což sníží i poptávku po pracovní síle a vyvolá tlak na růst míry nezaměstnanosti. Cla by na druhou stranu mohla ovlivnit produktivitu práce (produkci na hodinu), a to jak v krátkodobém horizontu (prostřednictvím narušení dodavatelského řetězce), tak v dlouhodobém horizontu (vlivem snížení specializace, úspor z rozsahu a technologického transferu, které jsou součástí obchodních toků a jsou s nimi spojeny). To by mohlo vyžadovat více pracovních sil k dosažení stejné úrovně produkce, a v důsledku vedlo ke snížení míry nezaměstnanosti.

Celkově očekáváme, že se zmírní tlak na trhu práce a zvýší se míra nezaměstnanosti, ale ne o mnoho. To Fed omezí v jeho možnostech snížení úrokových sazeb, přičemž inflace se v příštím roce vlivem cel pravděpodobně posune významně výše. V letošním roce vidíme pouze jedno snížení sazeb o 25 bb (ve 4Q25).



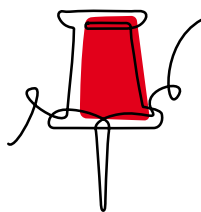
Přetahování mezi USA a Čínou je prověřkou pro globální hodnotové řetězce

Autor: Andreas Rees

V posledních dvou až třech desetiletích prošla organizace výrobních zařízení rozsáhlou transformací. Díky sníženým nákladům na komunikaci a dopravu celá řada společností své dodavatelské řetězce regionálně rozčlenila. Výrobní činnosti se rozdělily a rozptýlily napříč mnoha zeměmi. Na rozvíjející se trhy s nižší úrovní mezd se obvykle přemístily úkoly náročné na pracovní sílu, zatímco aktivity vyžadující velké množství kapitálu a znalostí se ponechávaly doma nebo se zadávaly jiným průmyslově vyspělým zemím. V důsledku toho se řada zboží nevyráběla pouze na území jedné země, aby se následně odesílala do jiných zemí. Namísto toho, a například dovoz z USA s označením „Made in China“, zahrnoval také výrobní činnosti v podobě vstupního zboží z jiných zemí. V průběhu let se tyto globální hodnotové řetězce (GVC) staly základním kamenem světového obchodu a reprezentují přibližně 50 % celosvětově obchodovaného zboží a služeb.

Zaměření, nejkuli posedlost, amerického prezidenta Trumpa na bilaterální obchodní nerovnováhu je tak značně anachronické. Pouhý pohled na údaje o vývozu a dovozu z USA opomíjí komplexitu globálního obchodu. Představte si výrobu iPhone, na které se podílí rozsáhlá síť dodavatelů a montážních firem v mnoha zemích. GVC začíná u nápadu a návrhu v USA. Technologicky vyspělé komponenty pocházejí z Japonska, Jižní Koreje, Německa, USA a některých dalších zemí. iPhone dlouhou dobu vyráběly v Číně převážně tchajwanské společnosti. Významným centrem montáže iPhone určených pro americký trh se však v poslední době stala zejména Indie, ale také Vietnam.

Vyšší americká cla a nejistota ohledně budoucí obchodní politiky USA pravděpodobně zkomplikují mezinárodní víceetapňové výrobní procesy. Negativní dopady by mohlo mít zejména obchodní napětí mezi USA a Čínou a stále vysoké americké clo ve výši 30 % na čínské zboží po dobu 90 dnů, byť bylo sníženo ze 145 %. To může narušit také výrobní a obchodní aktivity v dalších zemích a regionech, jako jsou EU, Japonsko, rozvíjející se země v Asii atd. Takzvaná míra participace na GVC měří tyto negativní účinky tak, že hodnotí potenciální škody, které cla a jiná obchodní omezení způsobují vývozu dané země (viz také rámeček s terminologií GVC). Míra participace na GVC konkrétně vyjadřuje, do jaké míry je země součástí mezinárodního víceetapňového výrobního a obchodního procesu, a to ve formě podílu na celkových vývozech země na zahraniční trhy.



TERMINOLOGIE GVC

GVC sestávají ze dvou pilířů, tzv. zpětné a dopředné integrace. Zpětná integrace vyjadřuje podíl dovozu na vývozu země. Měří například přidanou hodnotu, kterou EU dováží ve formě meziproduktů z jiných zemí, jako jsou USA a Čína, a která se následně používá k vytvoření vývozu z EU. Dopředná integrace vyjadřuje vývoz z EU, který se v jiných zemích, například v USA (nebo v Číně), používá jako meziprodukt k výrobě amerického (čínského) vývozu. Míra participace na GVC se rovná součtu těchto dvou složek a měří se jako podíl na hrubém vývozu EU do zahraničí. Čím vyšší je tento podíl, tím víc je EU ve svých vývozních aktivitách vystavena problémům v GVC.

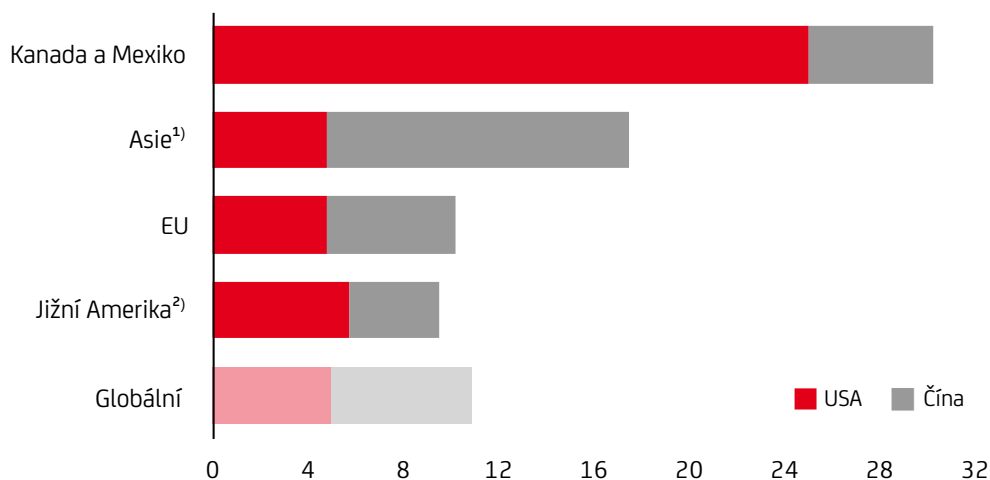


V následujícím textu jsme vypočítali míru participace na GVC, která se týká nadnárodních výrobních procesů některých hlavních regionů, jako je EU, a ke které přispívají také USA a Čína. Jinými slovy, klademe si jednoduchou, ale důležitou otázku: Jak je EU vystavena problémům v globálních dodavatelských řetězcích v důsledku obchodní války mezi USA a Čínou?

Podle našich výpočtů založených na údajích Konference OSN o obchodu a rozvoji (UNCTAD) byly mezi hlavními regiony značné rozdíly. Jižní Amerika a EU byly, každá s podílem asi 10 %, podstatně méně zranitelné než asijské země se 17 % (viz graf 1.4). Jinak řečeno, přibližně desetina celkového vývozu EU byla součástí přeshraničního dodavatelského řetězce, na němž se podílely také USA a Čína. Je zřejmé, že zde pozitivní roli sehrál obrovský vnitřní trh EU, protože většina přeshraničních dodavatelských řetězců zemí EU se nacházela v samotné Evropské unii. Je však potřeba mít na paměti, že 10% míra participace na GVC jako podíl na celkových vývozech stále znamená, že by mohla být ohrožena asi 4 % HDP EU. Není překvapením, že asijské země, jejichž míra participace na GVC činí 17 %, jsou šokům vystaveny ve větší míře, zejména těm z Číny. Ještě zranitelnější by vzhledem k silné vazbě na USA byly v případě zvýšení amerických cel na jejich vývoz Kanada a Mexiko (30 %).

GRAF 1.4: MÍRA PARTICIPACE ZEMÍ A REGIONŮ NA GVC S USA A ČÍNOU

V % CELKOVÉHO HRUBÉHO VÝVOZU ZEMÍ/REGIONŮ (2022; POSLEDNÍ DOSTUPNÉ ÚDAJE)



Zdroj: Databáze UNCTAD-EORA GVC, Investiční institut společnosti UniCredit

¹) Jižní Amerika zahrnuje Argentinu, Bolívii, Brazílii, Chile, Kolumbii, Peru a Uruguay.

²) Asie zahrnuje Bangladéš, Kambodžu, Indii, Indonésii, Japonsko, Malajsii, Pákistán, Filipíny, Singapur, Jižní Koreu, Tchaj-wan, Thajsko a Vietnam.





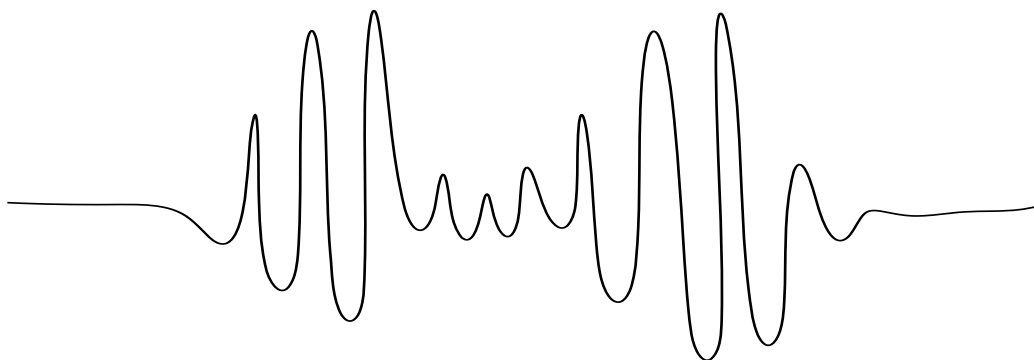
Vývoj na trhu

Autoři: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Co se děje na trhu?

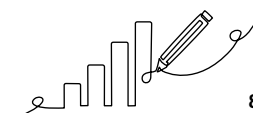
ŠUM

Poté, co Trumpovo náhlé oznámení o clech vyvolalo prudký výprodej v důsledku znepokojení investorů z globální obchodní války a potenciálních recesních tlaků, zejména v USA, trhy setrvaly v rozkolísaném stavu kvůli hrožícím clům a spekulacím o ohrožení nezávislosti Fedu; s příchodem ochlazení obav se však vývoj na trzích změnil. Nedávný růst akciových indexů, zejména DAX, odráží úlevu investorů z ochlazení obav z obchodní války mezi USA a Čínou a obnovený optimismus, pokud jde o fiskální obrat Německa. Pod povrchem přitom investoři vyčkávají na další vývoj. Přestože trhy zůstávají citlivé na politické signály a změny způsobené novinovými titulky, objevují se náznaky větší stability.



SIGNÁL

Zatímco Trumpovy extrémnější politické názory narážejí na disciplínu trhu (dluhopisového), potřeba stabilní politiky a jasného směřování se jeví jako mimořádně naléhavá. Rostoucí dlouhodobé výnosy si vynutily klíčové zvraty – především odložení platnosti cel a potvrzení pozice předsedy Fedu Jeroma Powella; to ukázalo na limity americké výkonné moci. Přestože k určitému poškození důvěry již došlo a americký dolar bude i nadále pravděpodobně oslabovat, nejnovější Trumpovy kroky přinášejí uklidnění. V prostředí, které je stále poznamenáno nejistotou, a trhy zůstávají zranitelné vůči dalším otřesům, nicméně i nadále soudíme, že je potřeba důsledně vyhodnocovat extrémní v sentimentu, a preferujeme vysoce kvalitní aktiva.



Akcie

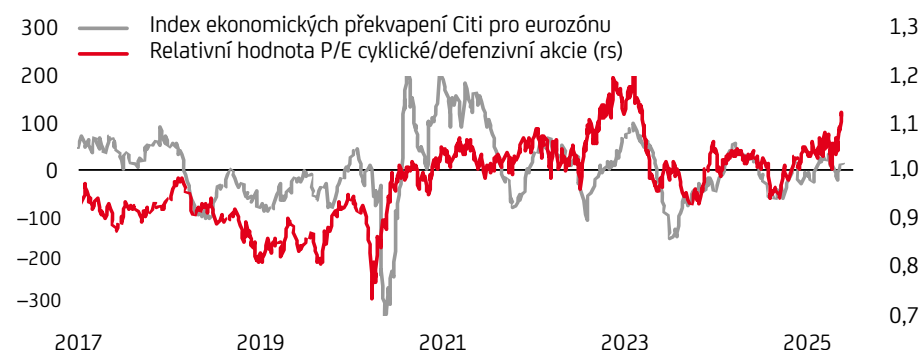
Akciové trhy se vracejí na úroveň před „Dnem osvobození“

Světové akciové trhy se díky snahám o deeskalaci probíhajících celních sporů v poslední době stabilizovaly. Tato stabilizace však stále stojí na vratkých nohách, protože do značné míry závisí na dalším průběhu obchodních a celních jednání mezi USA a jejich obchodními partnery. Trumpova administrativa nadále zmírňuje některé ze svých nejagresivnějších celních politik, což přispívá k naději, že se probíhající spory podaří vyřešit v krátké době. Zejména po nedávné dohodě mezi USA a Čínou o snížení cel na 90 dní převládá opatrný optimismus ohledně možného pokroku v celním sporu mezi USA a Čínou v nadcházejících týdnech a měsících. Ve spojení s obecně dobrými výsledky hospodaření za první čtvrtletí to pomohlo globálním akciovým trhům vrátit se zpět na úroveň těsně před Trumpovým oznámením cel 2. dubna. Vzhledem k přetrvávající nejistotě je na druhou stranu nepravděpodobné, že by akciové trhy v blízké době našly dostatečnou dynamiku pro vytvoření nových, trvalých růstových trendů. Volatilní prostředí sice bude podle našeho názoru pokračovat i v létě, přesto jsme zvýšili naše cílové hodnoty indexu S&P 500 na 6100 indexových bodů a indexu Euro STOXX 50 na 5600 indexových bodů na konci roku 2025 (další cíle pro indexy naleznete v tabulce prognóz rizikových aktiv na straně 18).

Nedávné snížení cel mezi USA a Čínou signalizuje předběžné zmírnění obchodního napětí. Oboustranná cla se však nadále nacházejí výrazně nad úrovní před 2. dubnem, takže obě největší světové ekonomiky, které společně vytvářejí zhruba polovinu světového HDP, fungují v daleko složitějších obchodních podmínkách. Další jednání možná může přinést pozvolný pokrok, komplexní zrušení cel se však v nejbližší době jeví jako nepravděpodobné, a ještě nás čeká trnitá cesta k uzavření dohody. Mezitím již byly patrně napáchány dostatečně velké škody na to, aby to společně se slabšími tvrdými daty znovu vyvolalo obavy z recese a zvýšilo obavy o výhled akciových trhů. V této souvislosti se zdá, že nedávná rally na akcích, zejména pak na evropských **cyklických akcích** oproti těm **defenzivním** (viz graf 2.1), není v souladu s ekonomickými riziky poklesu. Ačkoli neočekáváme, že bychom se nakonec skutečně propadli do recese, ocenění cyklických akcií zůstává oproti defenzivním titulům na zvýšené úrovni. To s sebou nese riziko další volatility na trzích, pokud se budou nadále objevovat důkazy o celkovém zpomalení globální ekonomiky. Z pohledu poměru rizika a výnosu v současné době preferujeme defenzivní akcie před cyklickými akciemi.

GRAF 2.1: EVROPSKÉ CYKLICKÉ AKCIE VYPADAJÍ DRAŽE

OČEKÁVANÁ HODNOTA P/E V NÁSLEDUJÍCÍCH DVANÁCTI MĚSÍCÍCH U CYKLICKÝCH/DEFENZIVNÍCH AKCIÍ V EUROZÓNE A INDEX EKONOMICKÝCH PŘEKVAPENÍ



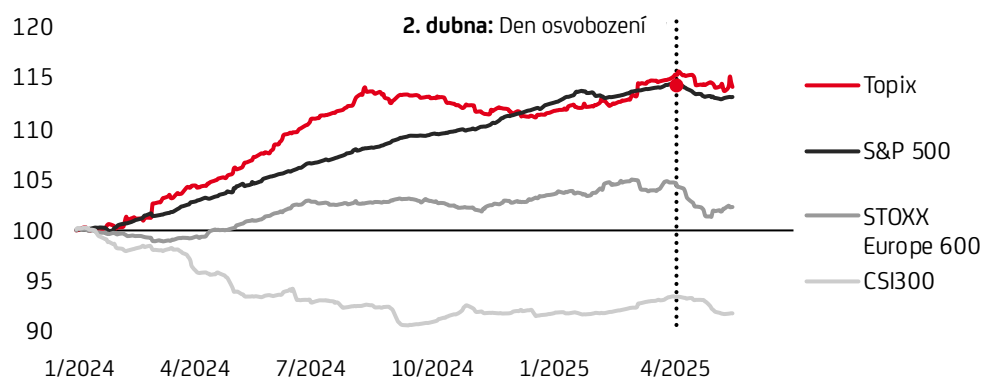
Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Odhady zisků se od 2. dubna, kdy Trump oznámil rozsáhlá cla, dostaly pod tlak (viz graf 2.2). Dvanáctiměsíční odhady budoucích zisků pro index STOXX Europe 600 se snížily přibližně o 3 %, pro index S&P500 pak o 2 %. V souvislosti s uvolněním celního napětí se však v poslední době začaly

objevovat první známky stabilizace. Očekáváme, že většina negativních dopadů nejistoty v důsledku amerických cel na zisky společností se projeví již v roce 2025. Vzhledem k našim ekonomickým prognózám by se měly zisky v roce 2026 vrátit k růstu. Podle našich odhadů se zvýší přibližně o 10 %.

V minulosti se konsenzuální odhady zisků začaly zvyšovat šest až devět měsíců před dosažením ekonomického dna. To by znamenalo, že odhady zisků dosáhnou cyklického dna někdy ve 3. čtvrtletí tohoto roku. Vzhledem k tomu, že ve 3. čtvrtletí tohoto roku se pravděpodobně vytvoří nový trend zvyšování odhadů zisků, mělo by se prostředí na akciových trzích i nadále stabilizovat a opět se tak vytvoří slibné příležitosti. Z relativního hlediska může Evropa těžit ze strukturálních stimulů, které jsou dány zvýšenými investicemi do infrastruktury a vyššími výdaji na obranu (v celé Evropě se např. musejí vypisovat výběrová řízení). Ty se v roce 2026 pravděpodobně ještě prohloubí a významně podpoří zisky evropských společností.

GRAF 2.2: ODHADY ZISKU NA AKCII JSOU ODE „DNE OSVOBOZENÍ“ POD TLAKEM
ODHADY BUDOUCÍCH ZISKŮ V DALŠÍCH DVANÁCTI MĚSÍCÍCH, 2024 = 100



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Pod tlakem se po Trumpově oznámení cel ocitly i **čínské akcie** a v souvislosti s přetrvávající obchodní nejistotou se snížily i odhady zisků. Toto napětí se projevilo například na trzích v Šanghaji a Šenčenu (viz graf 2.2). Nedávná dohoda o snížení cel na 90 dnů mezi USA a Čínou však poskytla (dočasnou) úlevu zpomalující čínské ekonomice a povzbudila náladu na trhu. Náladu navíc začala stabilizovat cílená stimulační opatření čínských úřadů. Peking nedávno přijal zákon o podpoře soukromého sektoru, jehož cílem je posílit zásadní roli soukromých firem v modernizaci hospodářství a zajistit spravedlivý přístup na trh. Tento legislativní krok je v souladu se širší strategií na podporu inovací a průmyslového růstu. Kromě toho Čína zavedla cílená fiskální opatření na stimulaci domácí poptávky a podporu podniků. Tyto iniciativy společně s větší spoluprací mezi vládou a podnikateli naznačují, že se výhled pro čínské akcie stabilizuje, což je ovšem podmíněno vývojem obchodních vztahů a domácími hospodářskými reformami. I když je poslední obchodní dohoda pozitivním krokem, zásadní pokrok v řešení základních obchodních otázek se pravděpodobně dostaví až časem.

Japonské akcie zůstaly tváří v tvář globálnímu obchodnímu napětí relativně odolné, index Topix navíc podpořila stabilní domácí poptávka a stabilní výhled podnikových zisků. Zatímco vnější nejistota spojená s obchodními vztahy mezi USA a Čínou ovlivnila náladu investorů, omezená přímá expozice Japonska vůči clům pomohla zmírnit jejich dopad. Japonsko bylo jednou z prvních zemí, které zahájily obchodní rozhovory s americkou administrativou. Obě země se dohodly na zintenzivnění jednání o clech s cílem dosáhnout oboustranně výhodné dohody do června tohoto roku. Důvěru trhu dále podpořily pokračující reformy správy a řízení společností a rozsáhlá aktivita v oblasti zpětného odkupu akcií. Do budoucna pravděpodobně podpoří výkonnost trhu strukturální témata, jako je automatizace, digitalizace a investice do zelených technologií, zatímco silnější jen by mohl poněkud ztrpčit život vývozcům a potenciálně snížit jejich cenovou konkurenceschopnost v zahraničí. Hospodářský výhled Japonska přesto zůstává úzce spjat s dynamikou globálního růstu a měnověpolitickými signály japonské centrální banky (BoJ).

Pevně úročené cenné papíry

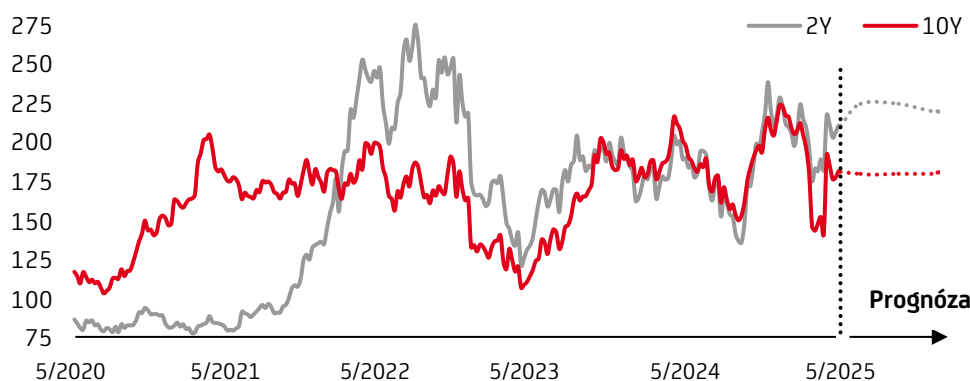
Státní dluhopisy

Klíčovým faktorem ovlivňujícím výkonnost trhů aktiv s pevným výnosem zůstal vývoj v oblasti obchodní války. Po příznivé a poměrně stabilní výkonnosti ve druhé polovině dubna se státní dluhopisy v poslední době dostaly pod prodejní tlak poté, co USA a Čína snížily cla. Trhy mírně snížily svá očekávání ohledně budoucího snižování sazeb, přičemž forwardové sazby jednodenního indexového swapu v současnosti naznačují, že Fed i ECB do konce roku sníží sazby o 50 bb. Navzdory nedávnému výprodeji letos index agentury Bloomberg pro sedmi až desetileté americké státní dluhopisy zatím vzrostl o 3 %, srovnatelný index německých státních dluhopisů se naproti tomu pohybuje v mírně záporném teritoriu. Italské státní dluhopisy překonaly výkonnost německých Bundů, přičemž spread k desetiletým dluhopisům německé Bundesbanky se za poslední měsíc snížil přibližně o 20 bb na téměř 100 bb. Od dubnového zvýšení ratingu agenturou S&P se zvýšil zájem o italské dluhové nástroje, a to díky celkovému zlepšení ochoty riskovat a vnímání nízkého idiosynkratického rizika.

Výnosy desetiletých amerických a německých státních dluhopisů se v uplynulém měsíci zvýšily na 4,5 %, respektive 2,65 %, tedy na horní hranici svého obchodního rozpětí. Podle našeho názoru současné úrovně lépe odrážejí ekonomický výhled v USA a eurozóně. Zejména se nedomníváme, že by americká ekonomika čelila masivnímu zpomalení v důsledku cel, a zdá se, že tento názor potvrzují i nedávná tvrdá data. I když je vzhledem k Trumpově návrhu na snížení daní na místě určitá opatrnost, pokud jde o jeho fiskální politiku, možnost nekontrolovaných výdajů americké administrativy se nám jeví jako přehnaná a limitující pro růst cen do budoucna. Navzdory očekávanému negativnímu dopadu cel na ekonomiku eurozóny naproti tomu fiskální „bazuka“ vystřelená německým kancléřem Merzem společně s pozitivnějším přístupem k veřejným výdajům pravděpodobně zvýší růst a v budoucnu také strukturálně zvýší nabídku státních dluhopisů. Ačkoli tedy volatilita zůstane patrně nadále vysoká, neočekáváme významné pohyby výnosů dlouhodobých amerických a německých státních dluhopisů.

Transatlantický spread u výnosů desetiletých státních cenných papírů činí aktuálně 180 bb, což odpovídá dosavadnímu průměru v tomto roce. Očekáváme, že na této úrovni setrvá i v následujících čtvrtletích. Americké a německé státní dluhopisy vykazují v poslední době jen slabou korelaci, což odráží existenci idiosynkratických (a často protichůdných) událostí. Ačkoli není pravděpodobné, že by se rozevřely nůžky mezi výnosy amerických a německých státních dluhopisů, korelace by nemusela být tak silná jako v minulosti.

GRAF 2.3: V NADCHÁZEJÍCÍCH ČTVRTLETÍCH OČEKÁVÁME STABILNÍ SPREADY U AMERICKÝCH A NĚMECKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ
TRANSATLANTICKÉ SPREADY (BP)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

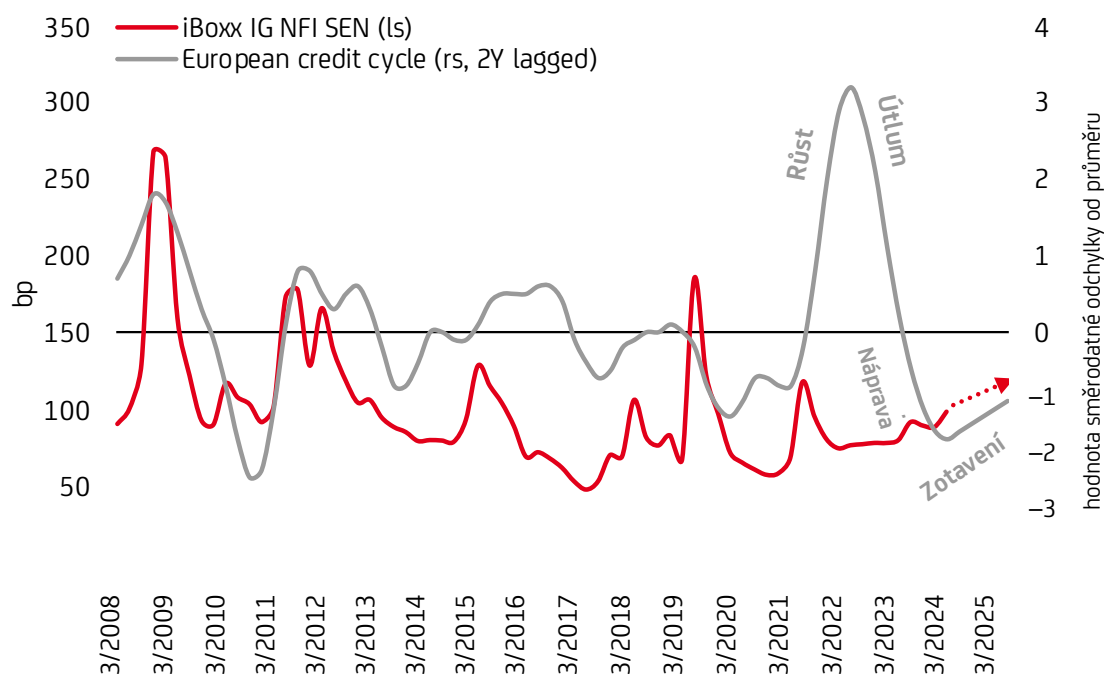
Podnikové úvěry

Trhy podnikových dluhových nástrojů se již dokázaly zotavit z prudkého výprodeje po oznámení cel prezidentem Trumpem 2. dubna. Rizikové prémie se u úvěrů pohybují blízko úrovní před 1. dubnem. Z hlediska sektorů je však u investorů patrná určitá míra diferenciací. Odvětví, která jsou nejvíc vystavena obchodnímu napětí – základní suroviny, spotřební zboží, zboží pro osobní potřebu a domácnost a technologie – vykazují horší výsledky, zatímco odvětvím s větším zaměřením na domácí ekonomiku – jako jsou banky, telekomunikace a veřejné služby – se daří lépe.

Ještě musíme počkat, zda a jak se případně podaří urovnat obchodní konflikt s USA. Výsledková sezona za 1. čtvrtletí je však zatím smíšená, což potvrzuje zhoršující se dynamiku úvěrových ukazatelů. To se projevilo i v nárůstu objemu dluhopisů, které přišly o investiční stupeň, na 6,1 mld. eur od začátku roku, který (nepatrně) předstihl objem dluhopisů, které naopak investiční stupeň získaly (5,9 mld. eur). Objem dluhopisů, které přišly o investiční stupeň, byl tažen emitenty ze sektorů osobních potřeb a zboží pro domácnost, automobilů a náhradních dílů a chemikálií; v případě dluhopisů s novým investičním stupněm byl tažen emitenty ze sektorů veřejných služeb a technologií.

Jak ukazuje graf 2.4, úvěrový cyklus zůstává ve fázi oživení, charakteristické postupným zvyšováním zadluženosti emitentů. Zatímco podniky se drží konzervativní finanční politiky a snaží se příliš neutrácet, geoeconomické napětí pravděpodobně ovlivní úvěrové ukazatele. V nadcházejících měsících vidíme určitý prostor pro rozšíření spreadů – o 10 až 15 bb u seniorních dluhopisů investičního stupně a přibližně o 100 bb u dluhopisů s vysokým výnosem v nefinančních odvětvích – do konce roku. Úrokový diferenciál zůstává atraktivní a nabízí určitou ochranu před kolísáním celkového výnosu. Nadále preferujeme dluhopisy s investičním stupněm před dluhopisy s vysokým výnosem.

GRAF 2.4: FÁZE OŽIVENÍ ÚVĚROVÉHO CYKLU UKAZUJE NA NEPATRNĚ VĚTŠÍ SPREADY
EVROPSKÝ ÚVĚROVÝ CYKLUS VS SPREADY IBOXX IG NFI SEN



Zdroj: S&P Global, Investiční institut společnosti UniCredit

Komodity

Ropa

OPEC+ zaskočil trhy, když urychlil ukončení dobrovolného snižování těžby; to se jeví jako snaha vynutit si disciplínu u producentů, kteří nedodržují pravidla, jako je Irák a Kazachstán. Skupina plánuje ve druhém čtvrtletí tohoto roku obnovit dodávky v objemu 960 tis. barelů denně, z toho 411 tis. barelů denně v červnu, což přispívá k rostoucím obavám z možného převisu nabídky nad poptávkou. Saúdská Arábie se sice bude muset potýkat s fiskálními dopady kvůli relativně vysoké ceně, při které dokáže pokrýt náklady na těžbu, je ale zřejmě připravena snést krátkodobé ztráty, aby ochránila svůj podíl na trhu a vyhnula se třenicím s Washingtonem. Bez výrazného oživení globálního růstu, který je i nadále úzce spjat s vývojem obchodní politiky USA, se významné oživení cen ropy jeví jako nepravděpodobné, a to i přes nedávný růst cen ropy po zmírnění obchodního napětí mezi USA a Čínou. Naši prognózu ceny ropy na rok 2025 ponecháváme na úrovni 65–70 USD za barel, rizika jsou přitom stále spíš na straně poklesu.

Zemní plyn

Ceny zemního plynu TTF v Nizozemsku se od konce dubna, kdy dosáhly svého letošního minima, vracejí na předchozí hodnoty. Současné ceny kolem 35 EUR/MWh jsou oproti minimům asi o 10 % vyšší. Za oživením cen stojí dva hlavní faktory. Za prvé, evropské společnosti využily nízké úrovně cen k doplnění vyčerpaných zásob po chladné zimě. Za druhé, uvolnění obchodního napětí mezi USA a Čínou vedlo k optimističtějšímu makroekonomickému vývoji v Asii a větší poptávce v tomto regionu. Očekáváme, že toto krátkodobé oživení cen bude pokračovat, protože Evropa stále akutně potřebuje doplnit nízké zásoby. V celém roce 2025 očekáváme průměrné ceny na úrovni 40–45 EUR/MWh, domníváme se přitom, že předchozí nízké ceny odrážely příliš negativní výhled světové ekonomiky a dostatečně nezohledňovaly pokračující potřebu doplnit evropské zásobníky před nadcházející zimou.

Zlato

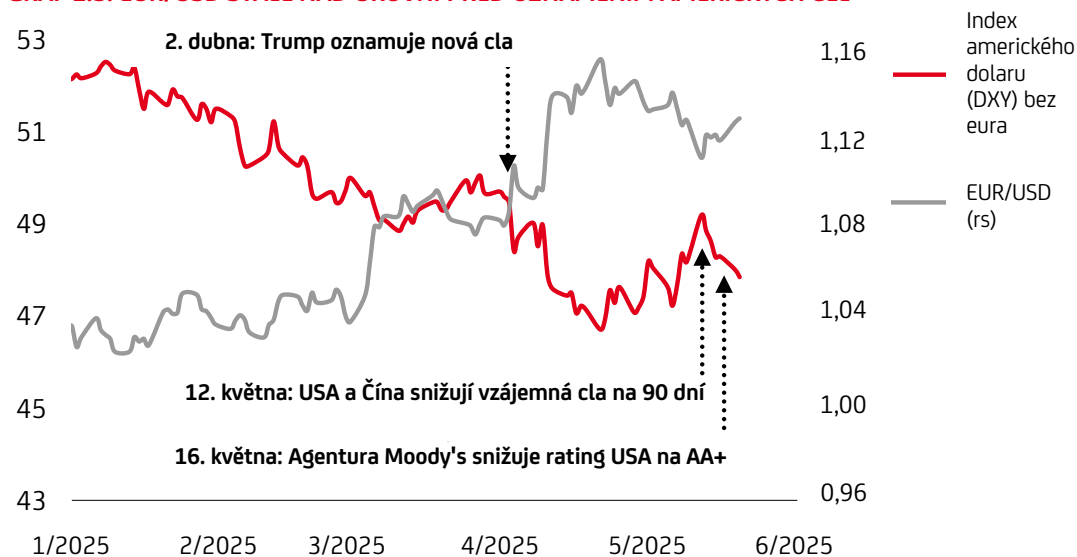
Zlato se nadále pohybuje nad hodnotou 3000 USD/oz, přičemž je mu podporou stále vysoká míra nejistoty ohledně Trumpovy obchodní politiky. V průběhu roku 2024 zlato vzrostlo asi o 27 % a zhruba stejným tempem tento drahý kov dokázal posílit za prvních pět měsíců letošního roku. Nedávno oznámená dohoda mezi USA a Čínou o snížení cel na 90 dní s příslibem dalších obchodních jednání však vedla k poklesu cen zlata, které se tak nyní obchoduje v rozmezí 3200–3300 USD/oz. Navzdory vývoji v poslední době máme za to, že geopolitická nejistota nám ještě nějakou dobu přetrvá, což bude nadále podporovat zlato jako bezpečnou investici, i když vyhlídky na další posilování (zejména technické) nejsou růžové. Ve střednědobém horizontu by měly drahý kov navíc podporovat i další faktory, jako jsou pokračující nákupy centrálních bank a rostoucí maloobchodní poptávka po ETF fondech krytých zlatem. Na základě toho očekáváme, že se zlato postupně podívá až do rozmezí 3400–3500 USD/unci do konce roku 2025 a do rozmezí 3500–3600 USD/unci do konce roku 2026, přičemž rizika vidíme spíš směrem nahoru.

DEVIZOVÝ TRH

Výhled ve střednědobém a dlouhodobém horizontu zůstává pro zelenou bankovku medvědí

Oznámení nových cel prezidentem Trumpem 2. dubna urychlilo pokles amerického dolaru. Známky snižování obchodního napětí mezi USA a Čínou dočasně stáhly měnový pár EUR/USD pod klíčovou hranici 1,12 po jeho letošním maximu nad 1,15 z 21. dubna; když ale agentura Moody's následně snížila úvěrový rating USA z AAA na AA+, a tím se zařadila po bok ostatních hlavních ratingových agentur, dolar část zisků vrátil. To je patrné na následujícím grafu, na kterém je měnový pár EUR/USD vyneseno vůči americkému dolarovému indexu (DXY) – s vyloučením eura z původního koše. Politická prohlášení prezidenta Trumpa pravděpodobně přinesla strukturální problém, pokud jde o důvěryhodnost americké měny. Návrat k rozumnějším politickým prohlášením americké administrativy, absence recese v USA (naš současný základní scénář) a opatrnější uvolňování ze strany Fedu, než očekávají trhy (letos počítáme pouze s jedním snížením sazeb), však pravděpodobně nebudou americkému dolaru trvalou podporou. Střednědobý až dlouhodobý vývoj zelené měny proto zůstane medvědí, což reflektuje další pokles jejího dominantního postavení jako světové měny číslo jedna (viz dále v části Pohled zblízka). Předpokládáme býčí trend na páru EUR/USD minimálně až na úroveň 1,14.

GRAF 2.5: EUR/USD STÁLE NAD ÚROVNÍ PŘED OZNÁMENÍM AMERICKÝCH CEL



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Index amerického dolaru (DXY) bez eura se vypočítává tak, že se z původního indexu DXY vyloučí směnný kurz eura vůči americkému dolaru a jeho váha (57,6 %) se rozpočítá mezi ostatních pět hlavních měn zahrnutých do indexu (JPY, GBP, CHF, CAD a SEK).

Americký dolar a státní dluhopisy – hrozí odliv kapitálu?

Autoři: Francesco Maria Di Bella, Roberto Mialich

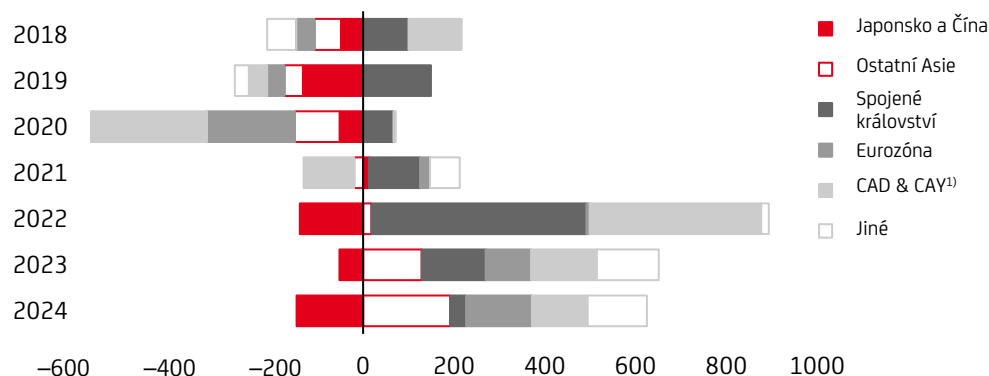
Bezpečná aktiva jsou likvidní cenné papíry s nízkým rizikem defaultu, které mají tendenci zachovat si svou hodnotu v dobách zvýšené nejistoty. Vynikajícím příkladem jsou krátkodobé americké státní dluhopisy (UST), protože jsou vysoce likvidní, kryté americkou vládou a těží z významu dolaru jako klíčové světové měny pro devizové rezervy a transakce. Celní sága a její dopad na trhy v poslední době vyvolaly pochybnosti o postavení amerických cenných papírů (a zejména federálních dluhopisů) jako bezpečných aktiv. Zdá se, že trhy znepokojuje zejména nedávná volatilita na amerických státních dluhopisech (v ideálním případě by měla být volatilita cen bezpečných aktiv nízká) a nespokojenost zahraničních investorů.

Od začátku dubna vykazují americké státní dluhopisy vysokou volatilitu a jejich výkonnost je nižší než u dluhopisů jiných zemí. Podle našeho názoru tyto pohyby odrážejí především zvýšenou ekonomickou nejistotu v důsledku obchodní války. Nedávný pokles měr volatility je projevem uklidnění situace. Skutečnost, že některé politiky Trumpovy administrativy by mohly v budoucnu vyvíjet tlak na růst výnosů amerických státních dluhopisů (například plánované snížení daní), podle našeho názoru neohroží postavení amerických státních dluhopisů jako bezpečného přístavu.

Čína a Japonsko, největší držitelé těchto cenných papírů, v posledních několika letech snižují jejich podíl ve svých portfoliích. Objevily se neověřené zprávy o tom, že se tyto i další země chystají v odvetě za americká cla urychlit prodeje amerických státních dluhopisů. Podle našeho názoru existuje několik důvodů, proč se tato rizika jeví jako přehnaná: **1.** Prodeje amerických státních dluhopisů mohou mít příčinu v obecné diverzifikaci devizových rezerv. Poptávka po amerických státních dluhopisech ze strany zahraničních veřejných subjektů byla v posledních několika letech relativně nízká, což však jen odráží stabilní devizové rezervy od roku 2017. **2.** Jak je zdůrazněno v grafu 2.6, investoři z jiných jurisdikcí (zejména ze Spojeného království a Kajmanských ostrovů) od roku 2022 naopak zintenzivnili své nákupy. To jsme zdůraznili v našem článku [Čas na kávu – Co nám říká zahraniční poptávka po amerických státních dluhopisech](#), soukromí investoři nahrazují ty veřejné. **3.** Americké státní dluhopisy mají z historického hlediska nižší expozici vůči zahraničním investicím, protože je zahraniční veřejné subjekty drží v daleko menší míře než před deseti lety (30 % oproti 50 %). Je to důsledek neomezeného QE ze strany Fedu a silné poptávky domácích drobných investorů. **4.** Chybí reálné alternativy. Americké státní dluhopisy jsou zdaleka nejlikvidnějším státním dluhopisem a jejich trh je vyspělejší a efektivnější než jakékoli jiné trhy se státními dluhopisy, které se rovněž považují za trhy s omezeným rizikem defaultu. Za alternativu se často považuje zlato, jenže to zase nesplňuje regulační požadavky týkající se bilančních ukazatelů, je spojeno s náklady na skladování a jeho nabídka je omezená.

GRAF 2.6: VÝVOJ POPTÁVKY ZAHRANIČNÍCH INVESTORŮ PO AMERICKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISECH

ČISTÉ NÁKUPY DLOUHODOBÝCH AMERICKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ (V MLD. USD)



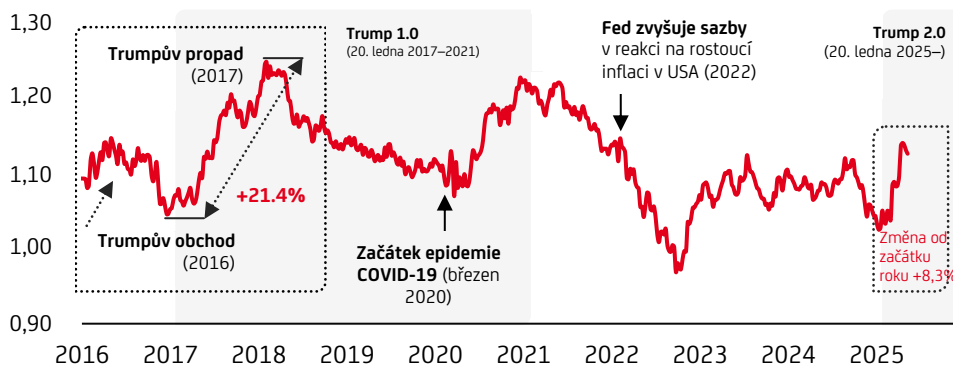
Zdroj: Ministerstvo financí USA, Investiční institut společnosti UniCredit

¹⁾ „CAD & CAY“ zahrnuje Kanadu, Kajmanské ostrovy, Bermudy a Britské Panenské ostrovy.

Status bezpečného přístavu v případě amerických státních dluhopisů závisí také na významu zelené měny. Za jeho ústupem od března stojí především nespokojenost s americkým dolarem. Neschopnost americké měny těžit z příznivých výnosových spreadů mezi americkými státními dluhopisy a státními dluhopisy jiných zemí a z pokusů o oživení amerických akcií jsou jasnými příznaky toho, že „má dolar problém“. Posílení JPY, CHF a EUR vůči USD v letošním roce (mezi 6 a 7 %), protože právě ty se v současnosti považují za hlavní bezpečné měny (viz náš [Stručně – Má USD problém jako peso?](#) z 23. dubna 2025), je rovněž důkazem klesající atraktivity americké měny. Podobné chování amerického dolaru bylo charakteristické i pro začátek Trumpova prvního funkčního období v roce 2017, jak to vidíme na grafu 1.2. Počáteční euforie (tzv. „Trump trade“) před prezidentskými volbami v roce 2016 se změnila v „Trumpův propad“, protože mnohé jeho reformy přinesly zklamání. Po poklesu na 1,0341 na začátku ledna 2017 se EUR/USD v únoru 2018 dostal až nad úroveň 1,25 (+21,4 %).

GRAF 2.7: TRUMP 2.0 VS. TRUMP 1.0: OPAKUJE SE HISTORIE?

EUR/USD



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Obavy z Trumpovy politiky nadále srážejí americký dolar. Kromě rizika recese v USA a intenzivnějšího uvolňování měnové politiky ze strany Fedu se investoři začali obávat napětí uvnitř americké administrativy, důsledků většího rozpočtového deficitu USA a rostoucího zadlužení USA, na což upozornilo nedávné snížení úvěrového ratingu USA agenturou Moody's, a také dalšího konfliktu mezi Trumpem a Fedem. Hlavní překážkou pro brzké sesazení amerického dolaru z trůnu je však neexistence seriózní alternativy k této měně. Dominantní postavení amerického dolaru jako světové referenční měny zůstává nesporné: na konci roku 2024 byl americký dolar držen ve světových devizových rezervách (58 %) a používal se v mezinárodních dluhových nástrojích (64 %), mezinárodních půjčkách (54 %), obchodních fakturách (54 %) a mezinárodních platbách (58 %), přičemž velký podíl bilaterálních obchodů při transakcích na devizovém trhu se rovněž týkal amerického dolaru (88 % z 200 %). Alternativy, jako je euro a čínský jüan, zůstávají v tomto ohledu daleko pozadu. Návrat ke zlatému standardu, kdy by zlato nahradilo americký dolar jako rezervní měnu, je rovněž nepravděpodobný. Bitcoin je příliš volatilní a není krytý oficiálními institucemi ani fyzickými aktivy, takže ho stěží můžeme považovat za alternativu k americkému dolaru. V nadcházejících letech se očekává další pokles dominantního postavení amerického dolaru, především v oblasti devizových rezerv, obchodní fakturace a mezinárodních plateb, ale vzhledem k absenci jasného konkurenta je jeho sesazení z pozice preferované světové měny v dohledné době nepravděpodobné.



Tabulky prognóz

Prognózy skupiny 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	1,5	1,9	2,9	3,2	3,2	-7,3	-7,8	-8,3
Eurozóna:	0,8	0,9	1,0	2,4	2,1	1,9	-3,1	-3,4	-3,3
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	-5,3
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	1,1	1,1	1,1	2,5	3,1	1,9	-5,7	-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	6,5	6,2	6,3	4,7	4,2	4,1	-7,4	-6,9	-7,2

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

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

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

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

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	16. 5. 2025	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,25	2,00	1,75	1,75
3M Euribor	2,10	1,95	1,75	1,75
2Y Schatz	1,86	1,90	1,90	1,80
10Y Bund	2,59	2,70	2,70	2,70
2Y EUR swap	2,02	2,05	2,05	1,95
10Y EUR swap	2,54	2,70	2,70	2,75
10Y Bund-swap spread	-5	0	0	5
2Y BTP	2,09	2,30	2,30	2,20
10Y BTP	3,59	3,90	3,90	3,90
10Y BTP-Bund spread	100	120	120	120
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	4,50	4,50	4,50	4,25
3M OIS SOFR	4,32	4,40	4,23	4,15
2Y UST	3,97	4,15	4,15	4,00
10Y UST	4,44	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund spread	185	180	180	180

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	16. 5. 2025	2Q25	3Q25	4Q25
EURUSD	1,12	1,10	1,11	1,12
USD-JPY	145	146	145	143
EUR-JPY	163	161	161	160
GBP-USD	1,33	1,28	1,27	1,26
EUR-GBP	0,84	0,86	0,86	0,86
USD-CNY	7,20	7,32	7,30	7,28
EUR-CNY	8,08	8,05	8,10	8,15

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	16. 5. 2025	Polovina r. 2025	Konec r. 2025
Ropa			
Brent USD/barel	63	65	68
Akcie			
Euro STOXX 50	5 437	5 200	5 600
STOXX Europe 600	550	525	565
DAX	23 875	23 000	24 500
MSCI Italy	105	100	108
S&P 500	5 917	5 700	6 100
Nasdaq 100	21 336	20 400	22 000
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	95	125	110
iBoxx Banks Senior	94	130	115
iBoxx High Yield NFI	317	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	16. 5. 2024	16. 5. 2020	14. 5. 2021	16. 5. 2022	16. 5. 2023	16. 5. 2024	16. 5. 2020	1. 1. 2025
Do	16. 5. 2025	16. 5. 2021	16. 5. 2022	16. 5. 2023	16. 5. 2024	16. 5. 2025	16. 5. 2025	16. 5. 2025

Akciové indexy (celkový výnos, v %)

MSCI World (v USD)	13,4	49,8	-6,6	6,4	25,5	13,4	112,5	5,1
MSCI Emerging Markets (v USD)	10,0	48,7	-21,0	0,6	16,1	10,0	50,3	10,2
MSCI US (v USD)	14,3	50,1	-4,3	4,1	29,9	14,3	123,9	1,9
MSCI Europe (v EUR)	8,1	38,1	2,1	11,3	16,4	8,1	96,5	10,3
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	9,8	42,1	-18,1	4,0	15,9	9,8	53,0	8,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	8,4	39,1	1,0	10,7	16,7	8,4	95,4	10,4
DAX 40 (Německo, v EUR)	26,8	49,1	-9,4	13,9	17,5	26,8	127,1	19,4
MSCI Italy (v EUR)	21,2	49,6	-0,1	20,3	38,1	21,2	201,4	20,9
ATX (Rakousko, v EUR)	25,7	66,5	-4,9	5,6	23,3	25,7	157,7	23,8
SMI (Švýcarsko, v CHF)	6,5	21,4	7,9	1,8	7,8	6,5	51,1	9,3
S&P 500 (USA, v USD)	14,0	48,7	-2,6	4,3	29,4	14,0	124,6	1,8
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-1,1	43,3	-3,7	15,0	31,7	-1,1	107,3	-4,5
CSI 300 (Čína, v jüanech)	10,4	32,9	-21,2	2,9	-5,6	10,4	12,0	-0,7

INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (celkový výnos, v %)

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	3,9	-6,9	-9,7	-1,5	-2,8	3,9	-16,5	2,5
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	4,0	-5,0	-7,3	-1,6	-0,3	4,0	-10,2	1,9
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	4,9	6,2	-10,9	0,2	5,5	4,9	4,7	1,6
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	1,4	-3,6	-8,8	-9,6	1,7	1,4	-17,9	-0,9
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	3,0	0,3	-8,1	-8,6	3,8	3,0	-9,8	0,1
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	5,2	5,5	-8,4	-4,1	6,4	5,2	3,5	1,0

VÝNOSY DLUHOPISŮ (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	5	102	126	65	81	5	381	-13
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	-32	48	183	104	68	-32	377	-20
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	-18	-65	216	100	9	-18	247	-5
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	16	41	106	141	9	16	311	22
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	2	3	109	156	-7	2	261	14
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-34	-81	190	168	-50	-34	195	6

SPREADY STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

(úvěrové spready, změna v bazických bodech)

Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US Corporate Master)	4	-129	57	0	-60	4	-127	11
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA US High Yield)	8	-442	136	8	-167	8	-462	24
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-9	-86	64	7	-49	-9	-71	-4
Podnikové dluhopisy v eurech (ICE BofA Euro High Yield)	-7	-352	191	-19	-138	-7	-329	19

Směnné kurzy eura (změna v %)

Americký dolar (EUR-USD)	3,0	12,3	-14,0	4,4	0,3	3,0	3,7	7,7
Britská libra (EUR-GBP)	-1,8	-2,7	-1,2	2,2	-1,2	-1,8	-5,0	1,6
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-4,5	4,2	-4,3	-7,1	0,8	-4,5	-10,8	-0,3
Japonský jen (EUR-JPY)	-3,1	14,7	1,9	9,5	13,5	-3,1	41,1	0,0

Komodity (změna v %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	32,1	2,6	-1,9	9,5	19,6	32,1	71,7	20,2
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-8,4	74,5	5,4	-17,1	16,4	-8,4	66,7	2,3
Zlato (v USD za ryzí unci)	33,6	6,2	-1,3	10,3	20,0	33,6	82,2	21,0
Ropa (Brent, v USD za barel)	-21,2	120,1	66,2	-34,4	7,9	-21,2	100,6	-12,4

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 16. květnu 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 se jedná 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

VEDENÍ INSTITUTU

Manuela D'Onofrio,
Předsedkyně

Fabio Petti,
Spolupředseda

Edoardo Campanella,
Ředitel a šéfredaktor

AUTOŘI NÁPADŮ

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia
CIO, Itálie

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis
CIO, Německo

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz
CIO, Rakousko

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli
Vedoucí oddělení
makroekonomických analýz

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

VEDOUcí REDAKTOR

Chiara Silvestre

Andreas Rees

VÝROBA

Frank Bläser

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

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

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.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, 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 uvedené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 16. květnu 2025.