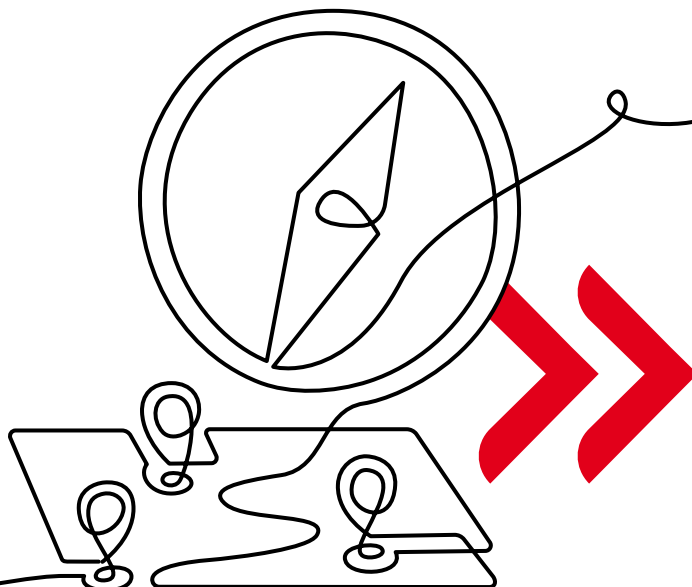


Kompas – přehled

16. července 2025



Prázdné hrozby

Prázdné hrozby mohou v konečném důsledku poškodit důvěryhodnost každého vyjednávače. Prvních šest měsíců druhého funkčního období prezidenta Trumpa se vyznačovalo řadou velkých planých hrozeb, od prodlužování termínů jednání o clech na poslední chvíli až po tvrzení, že by mohl být propuštěn předseda Fedu Jerome Powell nebo že by zahraniční investoři mohli být zdaněni prostřednictvím ustanovení § 899 Velkého krásného zákona (One Big Beautiful Bill Act, OBBA).

Zatím nejkřiklavější z těchto planých hrozeb byla lhůta stanovená na 9. července, kterou americký prezident Donald Trump uplatnil na svá cla z 2. dubna. Tyto přemety udávají tón novému globálnímu obchodnímu (ne)řádu, který se pod vedením Trumpovy administrativy formuje. Jejím cílem bylo vyjednat 90 obchodních dohod za 90 dní, i když obvykle trvá 18 měsíců, než se jedna obchodní dohoda vyjednává, a čtyři roky, než se začne uskutečňovat.

Tento rozpor mezi ambicemi a realitou vedl k oznámení několika rámcových dohod (přičemž jednání o klíčových detailech se stále protahují) a posunutí termínu pozastavení platnosti nových cel na 1. srpna pro všechny ostatní země, přičemž v dopisech zaslaných z Bílého domu se objevují nové celní hrozby (včetně dopisu adresovaného Evropské unii, v němž se vyhrožuje 30% celní sazbou). Navzdory těmto dopisům stále očekáváme, že 10% celní sazba na dovoz do USA se stane novou spodní hranicí pro evropské zboží, zatímco menší obchodní partneři budou pravděpodobně čelit vyšším sazbám než ti větší (s výjimkou Číny), čímž se omezí ekonomické náklady pro USA a zároveň se maximalizuje politický zisk pro Trumpovu základnu.

I když se však hrozby nenaplní, mohou mít na finanční trhy významný dopad. První polovina letošního roku se vyznačovala značnou volatilitou na trzích, zejména po Trumpově oznámení cel z 2. dubna, přičemž hlavní obětí byl zatím status amerického dolaru jako bezpečného přístavu.

Pokud se nesplněné hrozby stanou součástí opakujícího se vzorce chování, hrozí, že by trhy mohly nabýt dojmu, že není potřeba reagovat. Výhrůžky by mohly být brány vážně, ale ne doslova, a nakonec by je trhy mohly začít ignorovat. Hovoří pro to klid na trhu po nedodržení termínu stanoveného na 9. července, ale ignorování hrozeb může vytvořit začarovaný kruh, v němž se Trump bude cítit pohodlně, když bude zvyšovat laťku svých útoků, což povede k další volatilitě.

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

Téma 1: Obchodní jednání se
protáhnou až do léta

VÝVOJ NA TRHU

6

Šum a signál

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

Téma 2: Letní sezona:
Negativní pro akcie, pozitivní
pro dluhopisy

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY

15



Pohledy investičních ředitelů

Alessandro Caviglia (Itálie), Philip Gisdakis (Německo), Oliver Prinz (Rakousko)

Vývoj v 1. polovině roku 2025 byl pozoruhodný a historický. Rok začal počáteční euforií (tzv. Trump trade), kdy se investoři snažili těžit ze silné americké ekonomiky, vyšších cen amerických akcií, vyšších výnosů amerických státních dluhopisů a silného amerického dolaru. V polovině února se americké akcie dostaly na historické maximum kvůli silnému dolaru, zejména pro investory investující v eurech. Tuto trajektorii však obrátila krize způsobená Trumpovým oznámením cel v Den osvobození na začátku dubna. Investoři začali zpochybňovat status dluhu americké vlády jako bezpečného přístavu, což vedlo k prodeji amerických aktiv. Na začátku léta vyvolala nervozitu na trhu geopolitická nejistota, částečně způsobená konfliktem mezi Izraelem a Íránem.

Volatilita mezitím ustávala. Americké akcie vzrostly a dosáhly v dolarovém vyjádření nových historických maxim, zatímco výnosy amerických státních dluhopisů klesly a americký dolar získal zpět svou pozici. Kvůli aktuálně slabému dolaru však americké akcie z pohledu eura zůstávají v záporných hodnotách. Oživení amerických akcií je důsledkem snížení daní zakotveného ve „velkém krásném zákoně“ One Big Beautiful Bill Act (z něhož budou těžit korporace), zmírnění napětí na Blízkém východě a předpokladu trhu, že celní hrozby Bílého domu jsou možná spíše štěkotem psa, který štěká, ale nekouše.

Ochota více riskovat byla podpořena silnými vyhlídkami růstu v USA a Evropě. Navíc zatím nic nenasvědčuje tomu, že by zvyšování amerických cel mělo výraznější inflační dopad. Navzdory tomuto pozitivnímu výhledu však trhy počítají s podstatně prudším cyklem snižování sazeb, jak naznačují prognózy samotného Fedu i mnoha ekonomů. Takto razantní snížení sazeb znamená pomalejší růst a zdá se, že nesvědčí růstu zisků.

Domníváme se, že v tomto prostředí existuje důvod pro zvýšení expozice vůči akciím, zejména evropským (a z více cyklických sektorů), a poněkud umírněnější expozici vůči aktivům s pevným výnosem, zejména vůči americkým státním dluhopisům, neboť na ty může mít vliv rostoucí deficit a nové emise státních dluhopisů. V kategorii aktiv s pevným výnosem považujeme za obzvláště atraktivní podnikové dluhopisy a dluhové nástroje rozvíjejících se trhů.

ALOKACE AKTIV

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

	PODVÁŽENÉ	NEUTRÁLNÍ	NADVÁŽENÉ
Globální akcie		●	
Akcie USA		●	
Evropské akcie		●	
Akcie asijsko-pacifického regionu (rozvinuté trhy ¹⁾)		●	
Akcie rozvíjejících se trhů		●	
Globální dluhopisy			●
STÁTNÍ dluhopisy (E)		●	
Státní dluhopisy (ZEMĚ MIMO EMU)		●	
Podnikové dluhopisy (investičního stupně v EUR)			●
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



1

Velký krásný zákon podkope veřejné finance USA

Americký prezident Donald Trump 4. července podepsal tzv. Velký krásný zákon (One Big Beautiful Bill Act, OBBBA). V kostce lze říct, že zákon prodlužuje do konce roku 2034 všechny daňové úlevy pro fyzické osoby a podniky, které byly zavedeny v roce 2017 Trumpovým zákonem o snížení daní a o pracovních místech (Tax Cuts and Jobs Act, TCJA) a které by jinak na konci roku pozbyly platnosti. Očekáváme, že to v příštích několika letech mírně podpoří růst HDP. Snížení daní má být částečně uhrazeno snížením pobídek na zelenou energii a omezením výdajů na sociální dávky, jejichž příjemci jsou většinou nízkopříjmové skupiny. Zahrnuje také zvýšení tzv. dluhového stropu.

Podle původního odhadu Rozpočtového úřadu Kongresu zákon zvýší v příštích deseti letech primární schodky země kumulativně přibližně o 3,4 bilionu USD ve srovnání s předchozí právní úpravou (tj. před přijetím OBBBA). Včetně úrokových nákladů by se federální dluh do roku 2034 zvýšil o 4,1 bilionu USD, čímž by se poměr federálního dluhu k HDP do roku 2034 zvýšil ze současných přibližně 100 % na 127 %, což je přibližně o deset procentních bodů víc, než předpokládal předchozí zákon. Federální deficit by v příštím desetiletí činil v průměru 7 % HDP, což je velmi vysoká hodnota, a úrokové výdaje by se zvýšily z letošního přibližně 1 bilionu USD na téměř 1,7 bilionu USD v roce 2034.

2

ECB a Fed: Ještě jedno snížení v roce 2025

Příští zasedání Fedu 29. a 30. července pravděpodobně nepřinese změnu úrokových sazeb. Zatímco představitelé Fedu jsou stále rozdělenější a dva členové tvrdí, že by mohli hlasovat pro snížení v červenci, jasná většina chce počkat na další ekonomické údaje. Fed očekává, že v létě dojde v důsledku celkové k nárůstu inflace. Pokud se tak nestane, Fed s velkou pravděpodobností sníží sazby v září a prosinci. Pokud se však inflace zvýší, jak očekáváme, a situace na trhu práce se výrazně nezhorší, pak se letos dočkáme pouze jednoho snížení sazeb, a to v prosinci.

Evropská centrální banka na svém červnovém zasedání signalizovala, že cyklus uvolňování se chýlí ke konci. Centrální banka pravděpodobně ponechá 24. července úrokové sazby beze změny a raději vyčká na další údaje, aby mohla posoudit vhodnost svého postoje. Inflace klesla na 2 % a očekáváme, že se v příštích 12 až 18 měsících stabilizuje na této úrovni, a pokud ne, pak spíše hrozí, že bude ještě nižší. Předpokládáme, že v září dojde k poslednímu snížení o 25 bb, čímž by se depozitní sazba dostala na 1,75 %.

3

Zpomalující čínská ekonomika

Druhé čtvrtletí bylo pro Čínu náročné kvůli eskalaci obchodního napětí s Washingtonem, které vedlo k nárůstu cel na čínský vývoz do USA na 145 %, než byla cla později snížena. Tato nejistota se projevila v mírném zpomalení růstu HDP ve 2. čtvrtletí 2025 na 5,2 % meziročně z 5,4 % v 1. čtvrtletí roku, kdy aktivitu podpořilo předzásobení vývozu před Trumpovým oznámením cel z 2. dubna. Domácí poptávka zůstává slabá v důsledku pokračující krize na čínském trhu nemovitostí. Deflační tlak je důkazem přetrvávajících souvisejících problémů. Vláda podpořila spotřebitelské výdaje programem „šrotového“, které mělo podpořit poptávku po automobilech, ale to k trvalému udržení soukromé spotřeby nestačí. Centrální banka ČLR pravděpodobně zachová svůj uvolněný postoj k měnové politice. Blíží se termín 12. srpna, do kterého má být uzavřena obchodní dohoda, ale průlomová dohoda je nepravděpodobná.



Obchodní jednání se protáhnou až do léta

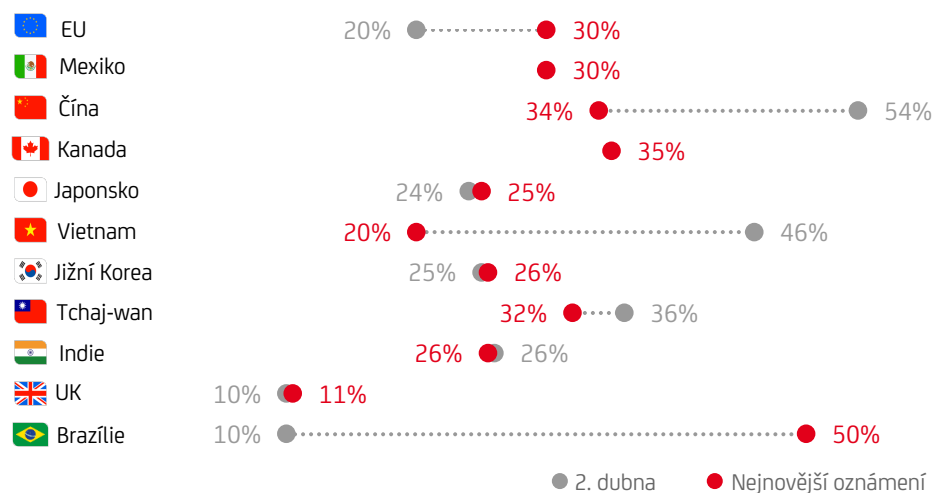
Autoři: Tullia Bucco, Loredana Maria Federico

Jednání mezi USA a jejich hlavními obchodními partnery z velké části uvázla na mrtvém bodě, takže Washington má k dispozici pouze tři základní dohody (se Spojeným královstvím, Čínou a Vietnamem). Vzhledem ke složitosti obchodních jednání panoval konsenzus, že 9. července Trumpova administrativa oznámí množství velmi předběžných obchodních dohod, jejichž finalizace bude vyžadovat další jednání, zejména pokud jde o odvětvová cla a netarifní obchodní překážky. Protože však nebylo dosaženo ani rámcových dohod, rozhodl se americký prezident Donald Trump posunout termín zavedení nových cel na 1. srpna. Místo toho, aby Trump uznal, že předchozí časový plán nebyl realistický, obvinil obchodní partnery a poslal jim dopisy, čímž pokračoval v tlaku na vyjednávací partnery a zároveň situace politicky využil u své voličské základny.

Poslední kolo dopisů o clech zaslaných Brazílii, Kanadě, Mexiku a EU obsahovalo spíš zvýšení vzájemných cel než potvrzení cel z 2. dubna, která obsahovaly dopisy zaslané menším asijským zemím (viz graf 1.1). Hrozba americké administrativy, že na EU uvalí reciproční clo ve výši 30 %, je zklamáním, zejména s ohledem na zjevný pokrok dosažený v posledních týdnech, kdy se zdálo, že dohoda mezi Bruselem a Washingtonem je v zásadě na dosah. Zmíněná úroveň je však nižší než 50% sazba, kterou Trump hrozil zavést před několika týdny. Třicetiprocentní sazbu je třeba chápat jako prostředek nátlaku na Evropu, aby snížila své požadavky na ústupky v oblasti odvětvových cel a zmírnila svůj odpor vůči dalšímu uvolňování netarifních překážek.

GRAF 1.1: POHYBLIVÉ CÍLE

RECIPROČNÍ CLA PRO VYBRANÉ OBCHODNÍ PARTNERY OZNÁMENÁ SPOJENÝMI STÁTY



Zdroj: Bílý dům, Investiční institut společnosti UniCredit

Domníváme se, že cla se nakonec z úrovní oznámených v těchto dopisech sníží. To však neznamená, že se sazby vrátí na úroveň před 2. dubnem. Nová spodní hranice cel (včetně EU) bude pravděpodobně 10 %, zatímco Čína bude nejspíš čelit vyšší minimální sazbě. Riziko, že konečná sazba pro Evropu by mohla klesnout někde mezi 10 a 20 %, se zvýšilo, ale je nepravděpodobné, že by to mělo podstatný vliv na náš scénář růstu HDP. Kvůli značnému vývozu do USA zůstávají obzvláště zranitelné Německo, Irsko, Itálie a Francie.

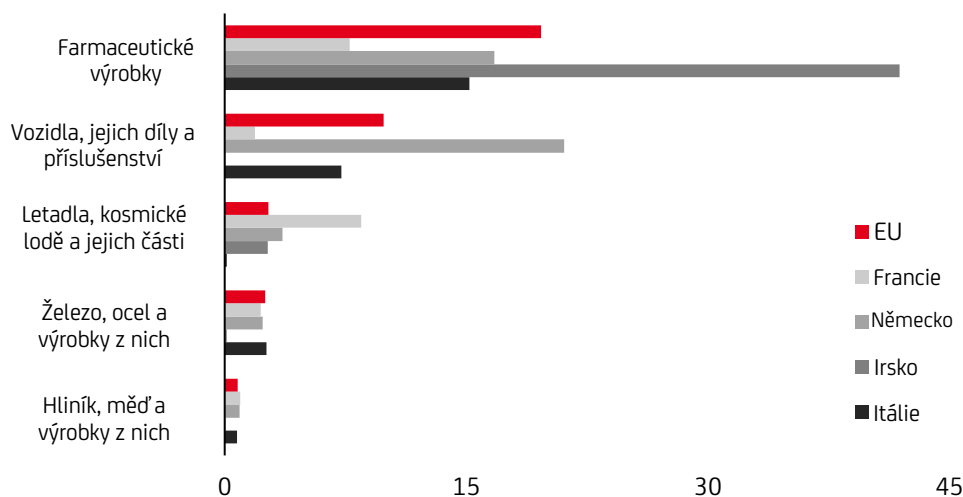
Menší obchodní partneři USA (např. některé asijské země) budou zřejmě čelit v průměru vyšším clům než větší partneři, protože ekonomické náklady pro USA by byly omezeny, zatímco politický zisk v podobě signálu vydaného Trumpově základně by byl maximalizován. Pokud je naše interpretace správná, nemůžeme s blížícím se termínem stanoveným na 1. srpna vyloučit další odklady – zejména pokud trhy zůstanou klidné a budou si Trumpův krok vykládat jako blafování.

Před posledním zvýšením cel se zdálo, že Brusel je ochoten akceptovat 10% sazbu jako novou spodní hranici cel, pokud bude případná dohoda v první fázi obsahovat výjimky pro konkrétní průmyslová odvětví, jako je automobilový průmysl (podléhající 25% sazbě), ocelářský průmysl a odvětví hliníku (50 %) a komerční letadla (10 %), a předběžný závazek USA, že nezavedou cla na výrobky, které byly dosud zvýšených cel ušetřeny (ale u nichž se možnost zavedení cel prošetřuje), jako jsou farmaceutické výrobky a polovodiče. Zaměření Evropské komise na tato odvětví odráží jejich významnou expozici v EU z hlediska vývozu do USA.

Odvětvová cla na automobily a automobilové díly, jakož i na železo, ocel a hliník by mohla tvrdě zasáhnout Německo (viz graf 1.2). Vyšší cla na farmaceutické výrobky, na něž Trump nedávno uvalil ohromující 200% sazbu, by navíc mohla mít vážný dopad na vývoz z EU, protože představují 20 % z celkového vývozu EU do USA. Třebaže by dopad těchto cel byl zmírněn úlohou amerických nadnárodních společností, bylo by obzvláště postiženo Irsko, které vyváží značné množství farmaceutických výrobků, ale stejně tak by bylo zasaženo i Německo a Itálie. Francie je díky své specializaci na vývoz letadel obzvláště zranitelná vůči vyšším celním sazbám v tomto odvětví.

GRAF 1.2: TLAKOVÉ BODY

VÝVOZ DO USA PODLE VYBRANÝCH VÝROBKŮ (% Z CELKOVÉHO VÝVOZU, 2024)



Zdroj: Eurostat, Investiční institut společnosti UniCredit

Tyto rozdílné zájmy pomáhají vysvětlit, proč se Evropa snaží s USA uzavřít dohodu, což ale vyžaduje víc času na vyjednávání. Evropská komise v reakci na vyjádření Spojených států oznámila další prodloužení pozastavení odvetných opatření vůči USA, která měla vstoupit v platnost 15. července, a bude pokračovat v jednáních s cílem dosáhnout oboustranně výhodné dohody.



Vývoj na trhu

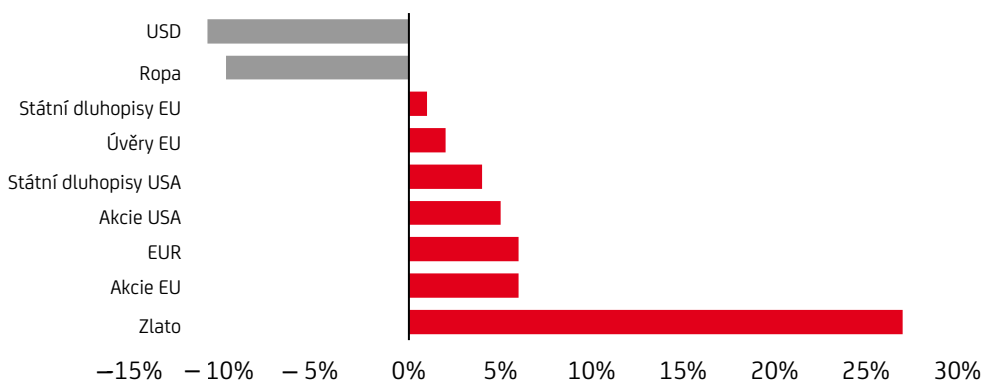
Autoři: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Šum...

V bouřlivém prvním pololetí roku 2025 zaznamenaly finanční trhy výrazné výkyvy způsobené odehrávajícími se dramatickými událostmi. Nejvýkonnějším aktivem bylo zlato, které bylo podpořeno poptávkou po bezpečných aktivech a potřebou centrálních bank diverzifikovat svá aktiva. Akciové indexy se od dubna odrazily ode dna a jsou vyšší než na začátku roku. Evropské akcie mírně překonaly své americké protějšky. Nejvýraznějším poraženým v tomto roce je americký dolar, který vůči ostatním měnám ztratil 10 %, protože na něj mají negativní dopad obavy investorů z Trumpovy politiky. Naproti tomu index EUR vzrostl o 5 %. Ropa ztratila půdu pod nohama (–10 %) ve srovnání s rokem 2025, a to v důsledku agresivní strategie dodávek, kterou přijaly země OPEC+. Státní a podnikové dluhopisy eurozóny vynesly 1 % a americké státní dluhopisy 4 %, což bylo podpořeno očekáváním, že politika Fedu bude víc holubičí.

GRAF 2.1: VÍTĚZOVÉ A PORAŽENÍ V PRVNÍ POLOVINĚ ROKU

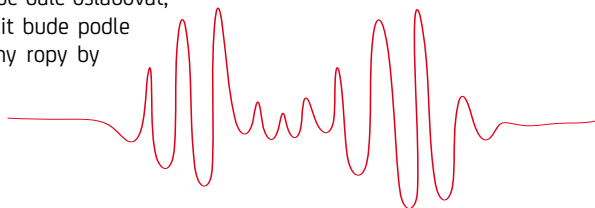
DOSAŽENÝ VÝNOS ZA PRVNÍ POLOLETÍ 2025



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

... a signál

Obchodní válka asi zůstane pro trhy klíčovým faktorem. Očekáváme, že státní dluhopisy přinesou kladné výnosy, i když výnosy amerických státních dluhopisů (UST) by mohly být sníženy v důsledku přehodnocení očekávání ohledně politiky Fedu. Evropské akcie budou mít dobrou výkonnost, zatímco ocenění amerických akcií se zdá být nadsazené. Očekáváme, že americký dolar bude dále oslabovat, i když pomalejším tempem. V oblasti komodit bude podle našeho názoru zlato mírně růst, zatímco ceny ropy by měly zůstat pod hranicí 70 USD za barel.



Akcie

Krátkodobá volatilita, ale dobrý střednědobý výhled

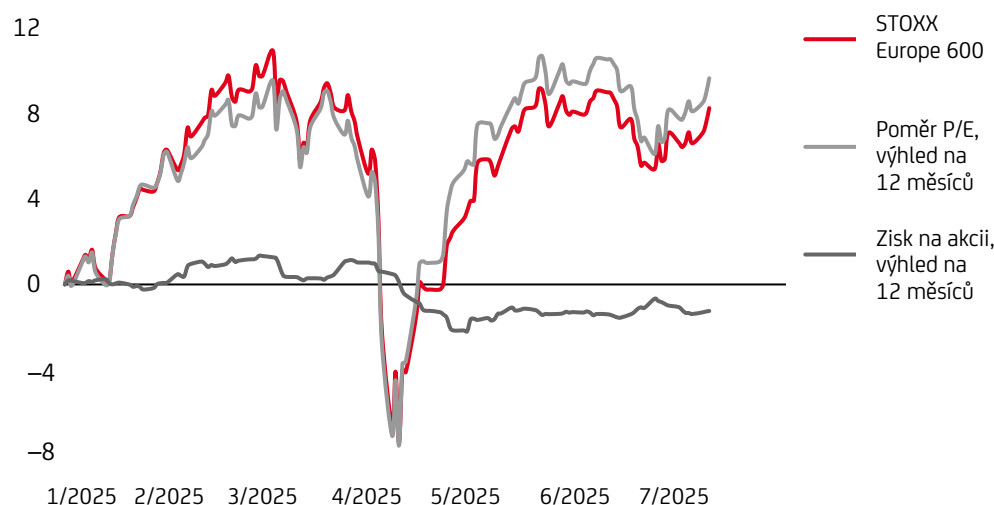
Ve druhém čtvrtletí se **světové akciové trhy** silně zotavily ze šoku, který vyvolalo oznámení amerického prezidenta Donalda Trumpa o clech ze dne 2. dubna. Dlouho očekávaný termín pro zavedení cel stanovený na 9. července byl prodloužen do 1. srpna a americká administrativa nedávno oznámila, že na vývoz z EU do USA budou uvalena 30% cla. Ačkoli tato 30% celní sazba ještě není konečná a jednání pokračují, toto prohlášení vneslo na světové finanční trhy nejistotu. To znamená, že ačkoli se domníváme, že cla se oproti oznámeným úrovním sníží, volatilita na trhu může zůstat zvýšená. Po měsících nevypočitatelných a protichůdných politických prohlášení se práh bolesti finančních trhů zvýšil. To by mohlo prozatím omezit další potenciál akciového trhu.

Přestože se vyhlídky evropského hospodářského růstu pro rok 2026 zlepšují, růst zisků podniků je stále pomalý. Pozitivní je však skutečnost, že právě započaté vykazování druhého čtvrtletí bude s největší pravděpodobností znamenat cyklické dno růstu podnikových zisků. Očekáváme, že do poloviny příštího roku se evropské odhady dvanáctiměsíčních budoucích zisků zvýší přibližně o 10 %, což je mírně pod konsenzuálními odhady. Toto zvýšení zisků podniků je naléhavě nutné, protože pozitivní výkonnost akciových trhů v letošním roce byla do značné míry založena na zvýšení ocenění, jak ukazuje graf 2.2. Zatímco poměr ceny k zisku (P/E) evropského akciového trhu dosahuje úrovně 14

a je jen mírně nad svým dvacetiletým průměrem ve výši 13,2, poměr ceny k zisku u amerického akciového trhu je o dvě směrodatné odchylky nad svým dlouhodobým průměrem (současný poměr P/E je 23, průměr je 16), což je podle historických standardů velmi vysoké. Takto vysoká ocenění prozatím omezují další cenový potenciál.

V této souvislosti je zásadní další vývoj zisků podniků. Vzhledem k našemu předpokladu postupně se zvyšujícího hospodářského růstu v Evropě a mírného zpomalení v USA by **evropské zisky** měly v roce 2026 **vzrůst přibližně o 11 %** (STOXX Europe 600), oproti téměř nulovému růstu v tomto roce (S&P 500: 2025 +13 %, 2026 +13 %). Přestože se očekává, že růst zisků v USA v roce 2026 mírně převyší růst zisků evropských podniků, nevidíme výrazný rozdíl ve výkonnosti mezi Evropou a USA, a to zejména kvůli tlumícímu vlivu vysokého ocenění akciového trhu v USA a oslabujícího amerického dolaru, což z pohledu investora investujícího v eurech částečně snižuje atraktivitu amerických akcií.

GRAF 2.2: HNACÍ SILOU VÝKONNOSTI V PRVNÍM POLOLETÍ 2025 BYLA ZMĚNA OCENĚNÍ
ZMĚNA OD ZAČÁTKU ROKU, V %



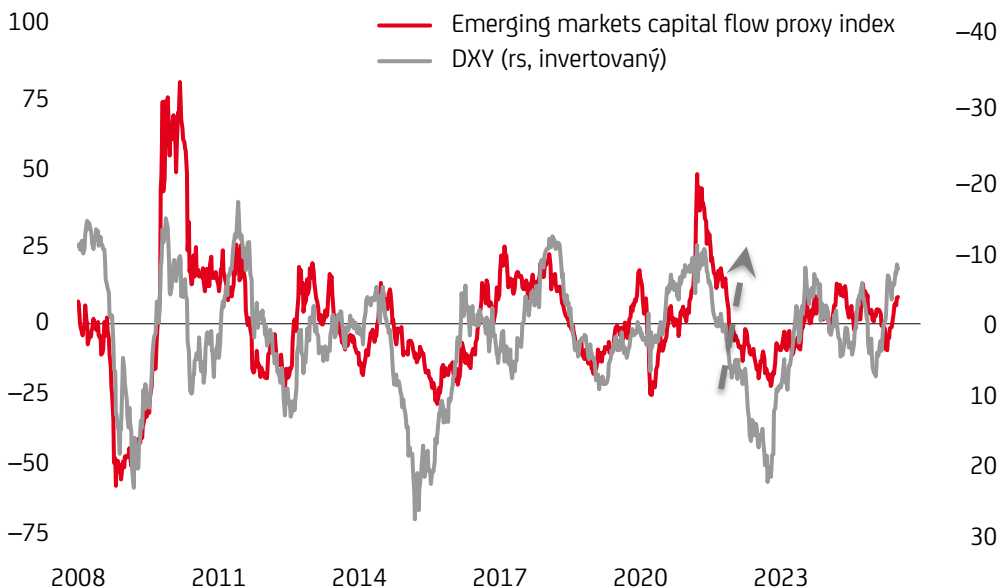
Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Přestože očekáváme, že **prostředí zůstane volatilní i ve třetím čtvrtletí, v horizontu dvanácti měsíců máme na akciové trhy konstruktivní pohled**. Náš cíl pro index S&P 500 v polovině roku 2026 je 6500 indexových bodů a pro index Euro STOXX 50 očekáváme 5750 indexových bodů (další cíle pro indexy najdete v naší tabulce s prognózou rizikových aktiv).

Akciové rozvíjejících se trhů mají dobré předpoklady k tomu, aby začaly překonávat své protějšky na rozvinutých trzích. U mnoha investorů ustoupily rozvíjející se trhy (EM) v posledních několika letech do pozadí, protože americké akcie zažívaly éru „bouřlivých dvacátých let 20. století“. Akcie na rozvinutých trzích (převážně v USA) výrazně překonaly své protějšky na rozvíjejících se trzích. Tento problém se netýká pouze Číny, která se na indexu MSCI EM podílí přibližně 25 %. Dokonce i bez Číny zaznamenaly rozvíjející se trhy od roku 2020 výrazný pokles výkonnosti zhruba o 35 p.b.

Tyto trhy však začínají vypadat atraktivně a likvidita v oblasti rozvíjejících se trhů se zlepšuje. Důležitým důvodem je slabší americký dolar. Mnoho rozvíjejících se trhů má převrácenou rozvahu, kde existuje měnový nesoulad mezi aktivy v místní měně a dolarovými závazky. To byl „prvotní hřích“ rozvíjejících se trhů, kterému se stále víc vyhýbají tím, že si půjčují více v místních měnách. Přesto zůstávají jejich rozvahy do značné míry převrácené, což znamená, že s posilováním jejich měn vůči dolaru se zlepšují i jejich vyhlídky na růst, což je činí pro investory atraktivnějšími. Slabší americký dolar obvykle vede ke zvýšenému přílivu peněz do akcií rozvíjejících se trhů, i když se zdá, že k tomu zatím nedošlo ve znatelné míře, jak ukazuje graf 2.3.

GRAF 2.3: OSLABUJÍCÍ DOLAR PODPOŘÍ PŘÍLIV KAPITÁLU DO ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ
MEZIROČNĚ, V %



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Cenné papíry s pevným výnosem

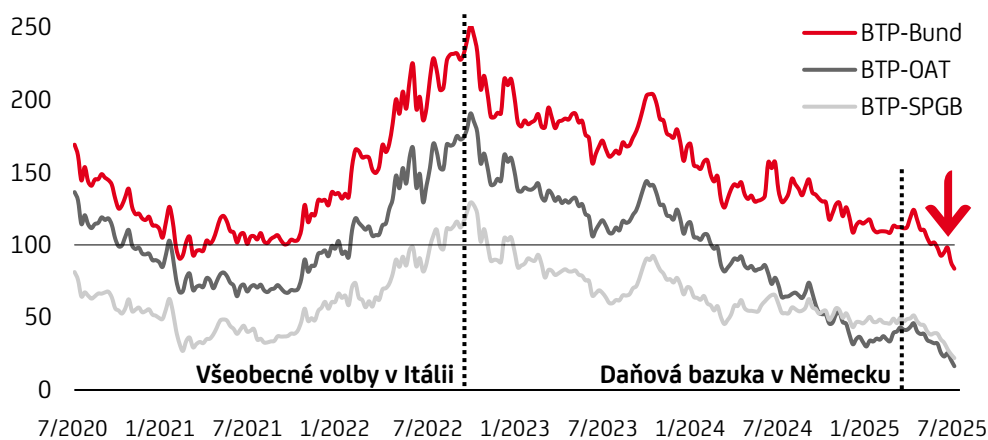
Státní dluhopisy ve vyčkávacím režimu před dalším vyjasněním cel

Státní dluhopisy, které se v posledních několika týdnech obchodovaly spíše bez změn, se v poslední době dostaly pod tlak jak v USA, tak v eurozóně. Ačkoli ekonomická nejistota vyvolaná obchodní válkou zůstává vysoká, trhy nepovažovaly poslední vývoj cel za nijak zvlášť negativní pro růst, což znovu vyvolalo obavy z inflace (také v důsledku oživení cen komodit). To přimělo investory, aby se snažili vyhnout nadměrné expozici vůči duraci. Výnos desetiletých amerických státních dluhopisů vzrostl, ale nedosáhl hranice 4,5 %. Tvar křivky vývoje amerických státních dluhopisů (UST) se ve srovnání s obdobím před měsícem změnil jen málo. Rozpětí mezi dvouletými a desetiletými UST je na úrovni 50 bazických bodů, což odpovídá jeho úrovni od poloviny dubna.

Na druhé straně Atlantiku se výnos desetiletých německých státních dluhopisů zvýšil k 2,70 %, přičemž křivka je mírně strmější než před měsícem. Co se týče evropských státních dluhopisů, do centra pozornosti se dostala výkonnost italských státních dluhopisů BTP, protože překonaly své protějšky bez ohledu na dobu splatnosti. Po prolomení hranice 100 bb na konci května dosáhl spread mezi desetiletými italskými (BTP) a německými (Bund) státními dluhopisy úrovně 85 bb, což je nejtěsnější úroveň od roku 2010. Poptávce po italských cenných papírech přála chuť využívat rozdílů v úrokových sazbách (carry trade), zlepšující se makroekonomické a fiskální základy a stabilní politická situace v Itálii. Domníváme se, že tyto faktory budou i nadále podporovat italské státní dluhopisy a budou desetiletý spread vůči německým státním dluhopisům podporovat pod úrovní 100 bb.

GRAF 2.4: ITALSKÉ STÁTNÍ DLUHOPISY DOSÁHLY LEPŠÍCH VÝSLEDKŮ NEŽ JEJICH PROTĚJŠKY

DESETILETÉ VÝNOSOVÉ ROZPĚTÍ (V BAZICKÝCH BODECH)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Pro výkonnost státních dluhopisů bude i nadále zásadní vývoj celních sazeb v nadcházejících měsících. Pokud by přišly negativní zprávy z oblasti obchodu a USA by nebyly ochotny snížit cla vůči svým obchodním partnerům, rozdíl mezi evropskými a americkými státními dluhopisy by se zvýšil, protože ty evropské by pravděpodobně těžily z očekávání slabšího hospodářského výhledu v eurozóně a ty americké by byly nejspíš negativně ovlivněny vyhlídkami na opětovné zrychlení inflačních tlaků v USA. Pokud se USA a EU podaří dosáhnout dohody, což očekáváme, dopad na evropské a americké státní dluhopisy bude patrně omezený, protože zaprvé se zdá, že většina investorů očekává tento scénář, a zadruhé taková dohoda by neodstranila zvýšenou ekonomickou nejistotu, kterou svět v poslední době zažívá.

Proto i nadále očekáváme, že **výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů** uzavřou rok na úrovni 4,5 %, respektive 2,6 % v případě **německých státních dluhopisů**, což není daleko od jejich současných úrovní. Vidíme prostor pro to, aby se desetileté transatlantické rozpětí, které je v současnosti na úrovni 170 bb, v nadcházejících měsících rozšířilo zhruba o 10 bb.

Evropské podnikové úvěry vykazují omezenou volatilitu

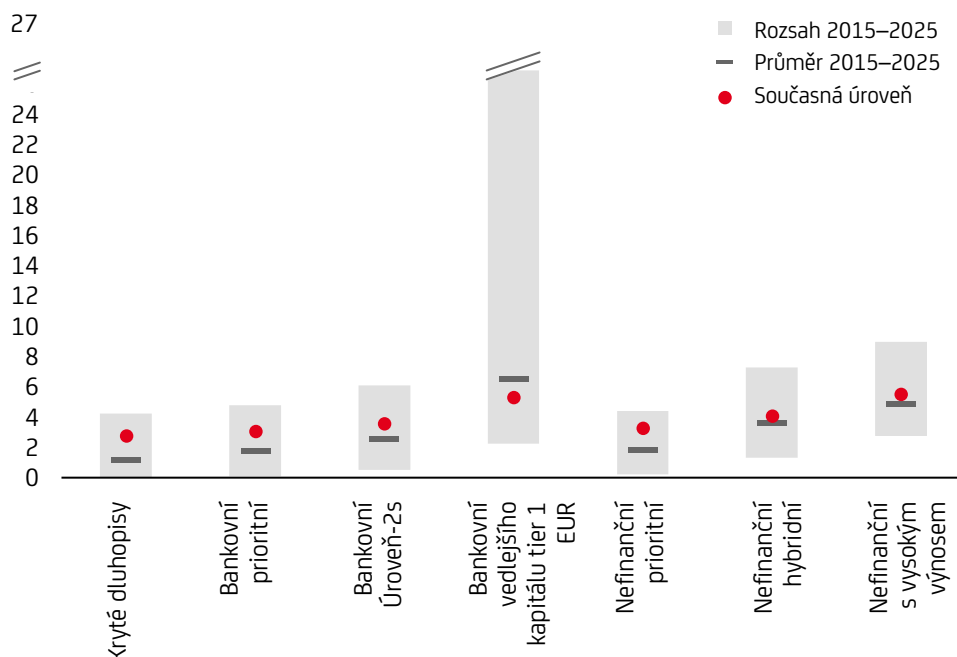
V našem základním scénáři vidíme v souvislosti s celní politikou USA v nadcházejících týdnech pouze omezený prostor pro volatilitu evropských podnikových úvěrů a potvrzujeme náš konstruktivní pohled na tuto třídu aktiv. Podnikové úvěry jsou i nadále podporovány obecně solidními úvěrovými ukazateli, což se pravděpodobně potvrdí během nadcházející výsledkové sezony. V této situaci zůstává dynamika ratingů neutrální, přičemž počet zvýšení ratingů v rámci indexů iBoxx vyrovnává počet snížení ratingů jak u emitentů investičního stupně, tak u emitentů cenných papírů s vysokým výnosem.

Stabilní až nižší náklady na refinancování podporují úvěrové ukazatele a vytvářejí prostor pro oportunistické předfinancování, které by však mělo být vnímáno jako úvěrově pozitivní vzhledem k současné nízké viditelnosti způsobené do budoucna přetrvávajícími geoeconomickými riziky. Očekáváme, že **rozpětí se příliš nezmění**, i když v případě eskalace obchodního napětí s USA existuje jisté riziko mírného zvýšení spreadu v nefinančních segmentech úvěrového trhu.

U bank očekáváme pozitivní výsledky za druhé čtvrtletí, které by měly potvrdit odolnou úvěrovou historii finančních institucí, zejména vysokou kapitalizaci a zvládnutelnou normalizaci ukazatelů kvality aktiv. Evropské úvěry jsou navíc nadále podporovány atraktivním carry, které zůstává výrazně nad desetiletým průměrem napříč segmenty (viz graf 2.5) a očekává se, že bude klíčovým zdrojem celkového výnosu. Pouze bankovní dluhopisy kapitálu tier 1 (AT1) vykazují nižší aktuální výnos, než je jejich desetiletý průměr, což odráží momentálně nadsazené ocenění, které by se mohlo v tržním prostředí bez rizika rychle vrátit zpět.

GRAF 2.5: HISTORICKÉ ÚROVNĚ VÝNOSŮ BANKOVNÍCH A NEFINANČNÍCH ÚVĚRŮ

VÝNOS V LETECH 2015–2025, V %



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

Komodity

Ropa

Poslední týdny byly ve znamení zvýšeného geopolitického napětí v důsledku eskalace a vojenských akcí na Blízkém východě, což krátkodobě vyhnalo ceny ropy Brent nad **80 USD za barel**. Příměří mezi Izraelem a Íránem však od té doby přineslo určitou stabilizaci a ceny se ustálily na úrovni před konfliktem. Mezitím země OPEC+ pod vedením Saúdské Arábie v letošním roce čtyřikrát po sobě zvýšily měsíční produkci, což vedlo ke zvýšení celkové nabídky téměř o 1,8 milionu barelů denně. Rijád se svou rozvážnou, ale důraznou strategií snaží získat zpět svůj podíl na trhu a zároveň omezit nadměrnou produkci členů, kteří nedodrží dohodnuté kvóty.

Křivka futures naznačuje krátkodobá omezení nabídky, ale očekává se, že budou jen přechodná. Pokud se podíváme dál než na letní období, kombinace pokračujícího zvyšování nabídky a stabilní produkce v jiných oblastech, zatímco růst globální poptávky zůstává utlumený, ukazuje na vznikající přebytek. Celkově nevidíme příliš důvodů pro revizi naší prognózy ceny ropy Brent pro druhou polovinu roku 2025, která zůstane na úrovni 65–70 USD za barel, respektive spíše na té nižší úrovni.

Zemní plyn

Ceny zemního plynu TTF v Nizozemsku se od 24. června, kdy bylo vyhlášeno příměří v krátkém izraelsko-íránském konfliktu, pohybují v rozmezí přibližně 33 až 35 EUR/MWh. V současnosti se dokonce obchoduje za ceny nižší, než byly před vypuknutím konfliktu. V současných cenách proto nevidíme žádné geopolitické riziko. Slabší vývoz LNG do Asie v prvním pololetí roku 2025 rovněž zvýšil dostupnou nabídku a přispěl ke snížení cen. Kromě toho je pravděpodobné, že makroekonomická aktivita v nadcházejících čtvrtletích zpomalí, protože rostoucí cla v USA nejspíš ovlivní globální makroekonomickou aktivitu.

Při současných úrovních vidíme riziko růstu cen TTF, neboť evropská sezona obnovování zásob zaostává za plánem poté, co chladná zima značně vyčerpala zásoby. Kromě toho by horké léto v Asii a Evropě zvýšilo poptávku po elektřině pro klimatizaci, což by stimulovalo poptávku po LNG. Domníváme se, že je velmi pravděpodobné, že ceny TTF by mohly v nadcházejících měsících vzrůst vzhledem k potenciální vyšší poptávce po LNG v Asii a Evropě a také vzhledem k možnému nárůstu geopolitického napětí na Blízkém východě. Potvrzujeme proto naši prognózu průměrné ceny TTF pro rok 2025 ve výši **40–45 EUR/MWh**.

Zlato

V posledních dvou měsících se cena zlata pohybovala kolem 3300 USD za unci. Zastavil se její růst, ke kterému došlo během ledna a dubna, protože optimismus ohledně vývoje obchodní politiky snížil přitažlivost tohoto kovu jako bezpečného přístavu. Trhy se však nadále soustředí na vlnu dopisů od amerického prezidenta Donalda Trumpa s požadavky ohledně cel, které následovaly po dřívějších oznámeních cel na dovoz mědi a cel pro další země, což podněcuje obavy z rozsáhlejšího narušení obchodu. Na geopolitické frontě snížila deeskalace izraelsko-íránského konfliktu dále poptávku po aktivech, která lze považovat za bezpečné útočiště.

Pokračující oslabování amerického dolaru mezitím omezilo pokles ceny zlata v souvislosti s očekáváním dalšího uvolňování měnové politiky ze strany Federálního rezervního systému kvůli pomalu se ochlazujícímu americkému trhu práce. Vzhledem k tomuto makroprostředí a našemu očekávání, že geopolitické napětí v důsledku obchodní politiky USA a poptávka centrálních bank po zlatě zůstanou zachovány i během druhé poloviny roku 2025, ponecháváme naši konstruktivní prognózu ceny zlata v rozmezí **3400 až 3500 USD za unci** v platnosti až do konce roku.

DEVIZOVÝ TRH

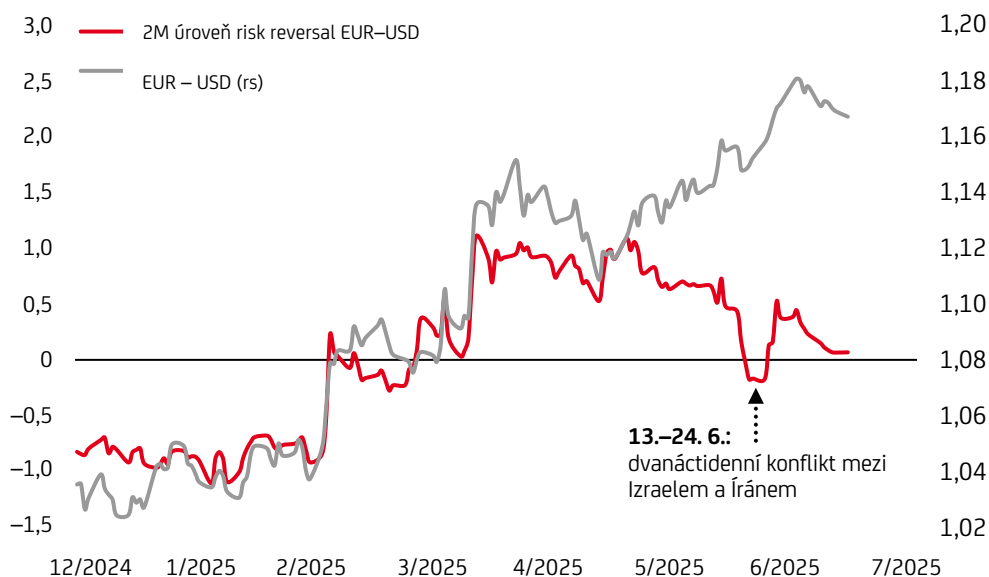
Stále silný kurz EUR–USD navzdory nejistotě ohledně cel mezi EU a USA

Omezené a krátkodobé zotavení amerického dolaru během izraelsko-iránského konfliktu potvrdilo, že jeho atraktivita jako bezpečného přístavu mezi měnami klesla. Nejistota ohledně amerických cel, kdy prezident Trump varoval, že termín stanovený na 1. srpna nebude prodloužen, však způsobila, že se kurz EUR–USD dostal z nedávného ročního maxima na úrovni 1,1829 (přesná průměrná hodnota od zavedení eura v roce 1999) zpět pod 1,17. Reakce devizového trhu však byla umírněná, k čemuž přispěl záměr EU vyhnout se eskalaci a odložit protiopatření poté, co Trump oznámil 30% clo na vývoz z EU do USA.

Mírná korekce kurzu EUR–USD rovněž odráží nedostatek nových katalyzátorů na měnověpolitické frontě, neboť se očekává, že ECB i Fed tento měsíc nepřijdou se žádnými změnami své politiky. Vyčkávací mód investorů se projevuje v tom, že se dvouměsíční úroveň risk reversal [rozdíl implikované volatility mezi kupními a prodejními opcemi OTM (out-of-the-money) pro danou splatnost] po přechodu ze záporných hodnot do kladných na konci izraelsko-iránského konfliktu vrací na úroveň kolem nuly (viz graf 2.6). Na trhu převládá názor, že americký dolar je oslaben, a technické ukazatele říkají, že je „oversold“ (tj. že po výrazném poklesu ceny v důsledku rozsáhlého prodeje lze očekávat růst jeho ceny), ale důvody pro obrát trendu se stále hledají těžko.

Na americký dolar tak nadále pohlížíme pesimisticky s tím, že jeho hodnota bude vytrvale klesat, a to i s ohledem na tlak, který prezident Trump vyvíjí na Fed ve snaze dosáhnout snížení sazeb, a na obavy z rostoucího veřejného dluhu USA. Skutečnost, že v USA nedošlo k recesi, a méně intenzivní uvolňování politiky Fedu, než trhy očekávají (naš základní scénář), by mohly nanejvýš omezit intenzitu dalšího poklesu amerického dolaru. Očekáváme, že se tento pár bude **do prosince** obchodovat zhruba na úrovni **1,19**, což je v souladu s nedávnými výroky amerických a evropských politiků, že růst kurzu EUR–USD nad 1,20 by byl komplikovaný.

GRAF 2.6: VYČKÁVACÍ POSTOJ TRHŮ SE ODRÁŽÍ VE ZHRUBA STEJNÉ DVOUMĚSÍČNÍ ÚROVNI RISK REVERSAL PRO EUR–USD



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Letní sezona: Negativní pro akcie, pozitivní pro dluhopisy

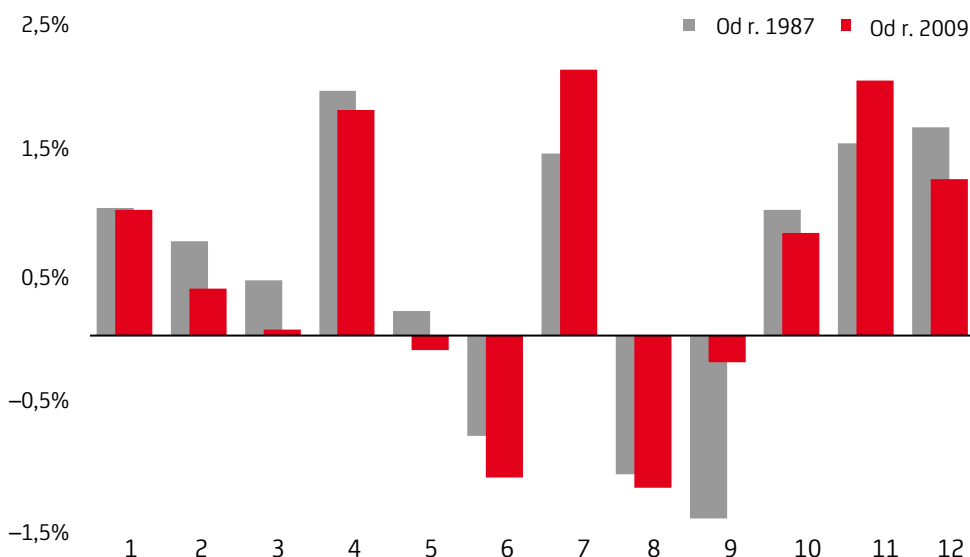
Sezonnost je zákonitost, kterou lze pozorovat na finančních trzích a která často souvisí s lidským chováním. Na akciových trzích se říká „prodej v květnu a odejdi“, což vyjadřuje myšlenku, že investoři by měli v květnu prodat své akciové podíly, aby se vyhnuli sezonnímu poklesu akciových trhů. Předpokládá se, že tato fráze pochází ze starého anglického rčení: „**Prodej v květnu, odjed' a vrať se na den St. Legeera**“ (dostih St. Leger je vrcholem dostihového kalendáře ve Velké Británii. Koná se přibližně v polovině září.).

V letním období bývají objemy obchodů nižší z důvodu dovolených, což vede k nižší likviditě. To může zesílit cenové pohyby, protože k pohybu trhů je zapotřebí méně obchodů. Vliv mají i úpravy složení portfolia, zejména pokud jsou zpochybněny základní trendy a hybné síly akciového trhu. Institucionální investoři často upravují svá portfolia na konci prvního pololetí, aby se připravili na druhou polovinu roku. Zejména měsíce srpen a září vykazují nepříznivou sezonnost, jak ukazuje graf 2.7. Za tímto účelem jsme vypočetli průměrnou měsíční výkonnost indexu STOXX Europe 600 od roku 1987 a od roku 2009.

Srovnání obou období poukazuje na výraznou sezonnost. V posledních několika týdnech jsme v našich publikacích zmiňovali, že v letních měsících neočekáváme další růstový potenciál, a to zejména kvůli zvýšenému ocenění a příliš optimistickým očekáváním krátkodobých zisků. Proto považujeme za pravděpodobné, že tradičně nevýrazný sezonní vývoj globálních akcií v letním období by mohl být letos obzvláště zřejmý. Ačkoli je však krátkodobý pokles pravděpodobný, v horizontu šesti až devíti měsíců bychom expozici vůči akciím nesnižovali a případný pokles bychom nadále považovali za příležitost k nákupu.

GRAF 2.7: VÝRAZNÁ SEZONNOST NA AKCIOVÉM TRHU

STOXX EUROPE 600: PRŮMĚRNÁ MĚSÍČNÍ VÝKONNOST V %



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

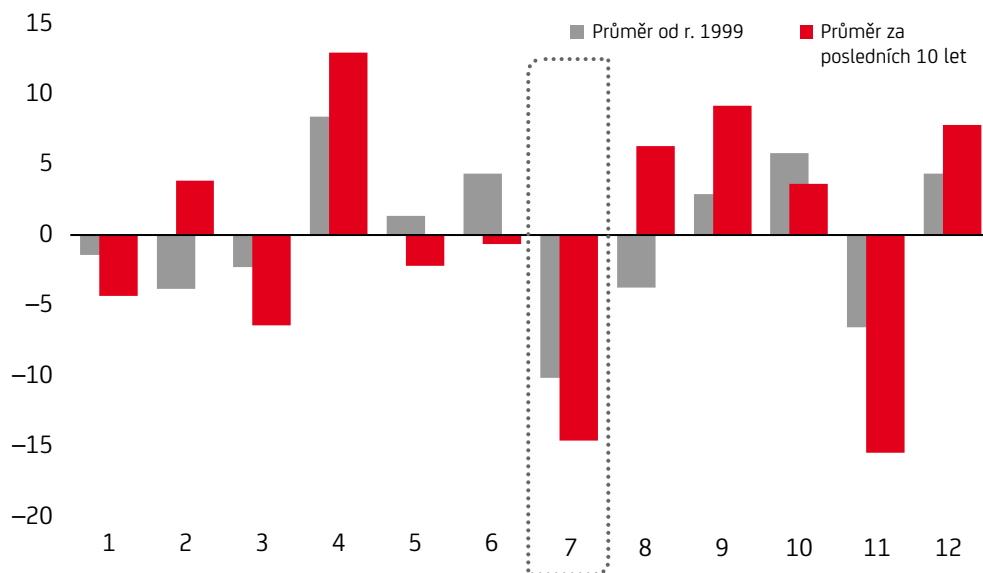
Zjistili jsme, že akciové trhy mají v srpnu a září tendenci vykazovat nepříznivou sezonnost. A co státní dluhopisy? Aktivita na primárním trhu a objemy obchodů v létě výrazně klesají, což vytváří podmínky pro sezonní pravidelnost. Vzhledem k tomu, že finanční trhy jsou vysoce integrované, může existence sezonního vzorce v jedné třídě aktiv vyvolat odpovídající vzorec v jiných třídách aktiv.

Vzhledem k tomu, že výnosy po většinu posledních tří desetiletí vykazovaly klesající trend, je v prvním kroku potřeba dopad tohoto vývoje odstranit z dat, aby bylo možné zaměřit se lépe na čistě sezonní pohyby. V naší analýze jsme použili centrovaný klouzavý průměr, abychom z výnosů zmíněný dlouhodobý trend odstranili. Výhodou je jednoduchá implementace a intuitivnost. Jiné techniky, například Hodrickův-Prescottův filtr, nevedou k podstatně odlišným výsledkům. Graf 2.8 ukazuje, že výnosy mají v červenci tendenci klesat. Pokles výnosu desetiletých německých státních dluhopisů pozorovaný v červenci za posledních deset let je výraznější než v předchozích a následujících měsících.

V červnu je sezonnost mírnější a srpen bývá měsícem vybírání zisků z dluhopisů. Z grafu je patrné, že sezonní vliv v červenci se projevuje již velmi dlouho a v posledních letech se výrazně nemění. Možným vysvětlením tohoto zjištění je, že investoři před letními prázdninami raději snižují riziko ve svých portfoliích. To by vedlo k nepříznivé sezonnosti pozorované na akciových trzích a pozitivní sezonnosti pozorované u dluhopisů. Druhým možným důvodem je skutečnost, že červen a červenec jsou v Německu měsíce s nízkou čistou nabídkou. To nejspíš vytváří příznivé prostředí pro německé státní dluhopisy.

V rámci eurozóny mají tendenci z příznivého sezonního vlivu těžit také italské státní dluhopisy (BTP). Objem aukcí se v letních měsících tradičně snižuje a v srpnu se téměř zastaví, což vede ke kladné výkonnosti ve srovnání se swapem. Tento pohyb obvykle začíná v červnu a nabírá na síle v polovině července, v době letního klidu. Na druhou stranu srpen bývá charakteristický vybíráním zisků, protože investoři se připravují na obnovení nabídky v září.

GRAF 2.8: ČERVENEC BÝVÁ PRO NĚMECKÉ STÁTNÍ DLUHOPISY PŘÍZNIVÝM MĚSÍCEM
VÝNOS DESETILETÝCH NĚMECKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ – SEZONNÍ FAKTOR (BB)



Poznámka: Pro každý měsíc je v grafu uvedena průměrná dodatečná změna výnosu ve srovnání se třemi předcházejícími a následujícími měsíci.

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit



Předpovědní tabulky

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	2,8	3,1	-7,3	-7,3	-8,3
Eurozóna:	0,8	1,0	1,0	2,4	2,1	1,8	-3,1	-3,7	-3,5
Německo	-0,2*	0,1*	1,3*	2,2	2,0	1,7	-2,8	-3,0	-3,3
Francie	1,1	0,6	1,1	2,0	1,0	1,3	-5,8	-5,6	-5,3
Itálie	0,5	0,5	0,8	1,0	1,7	1,6	-3,4	-3,4	-3,0
Španělsko	3,2	2,4	1,8	2,9	2,1	1,9	-3,2	-2,8	-2,5
Spojené království	1,1	1,1	1,1	2,5	3,2	1,9	-5,7	-4,5	-3,8
Čína	5,0	4,8	4,1	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Japonsko	0,2	0,9	0,7	2,7	2,8	1,9	-3,5	-3,4	-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	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00
ECB	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
UK	4,25	4,00	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
Japonsko	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Švédsko	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norsko	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

	14. 7. 2025	3Q25	4Q25	1Q26
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,00	1,75	1,75	1,75
3M Euribor	2,04	1,75	1,75	1,75
2Y Schatz	1,90	1,80	1,80	1,80
10Y Bund	2,71	2,50	2,60	2,70
2Y EUR swap	2,03	1,95	1,95	1,95
10Y EUR swap	2,67	2,55	2,65	2,75
10Y Bund-swap spread	-3	5	5	5
2Y BTP	2,10	2,00	2,00	2,00
10Y BTP	3,56	3,40	3,50	3,70
10Y BTP-Bund spread	86	90	90	100
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	4,50	4,50	4,25	4,25
3M OIS SOFR	4,33	4,23	4,15	4,11
2Y UST	3,90	4,00	4,00	4,00
10Y UST	4,43	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund spread	172	200	190	180

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	15. 7. 2025	3Q25	4Q25	1Q26
EUR-USD	1,17	1,18	1,19	1,20
USD-JPY	148	142	140	139
EUR-JPY	173	168	167	167
GBP-USD	1,34	1,34	1,33	1,32
EUR-GBP	0,87	0,88	0,89	0,91
USD-CNY	7,17	7,19	7,15	7,14
EUR-CNY	8,39	8,48	8,51	8,57

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	15. 7. 2025	Konec r. 2025	Polovina r. 2026
Ropa			
Brent USD/barel	69	68	65
Akcie			
Euro STOXX 50	5 371	5 600	5 750
STOXX Europe 600	547	565	590
DAX	24 161	24 500	26 000
MSCI Italy	104	108	112
S&P 500	6 269	6 300	6 500
Nasdaq 100	22 856	23 000	24 000
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	7. 12. 2024	14. 7. 2020	14. 7. 2021	14. 7. 2022	14. 7. 2023	14. 7. 2024	14. 7. 2020	1. 1. 2025
Do	14. 7. 2025	14. 7. 2021	14. 7. 2022	14. 7. 2023	14. 7. 2024	14. 7. 2025	14. 7. 2025	14. 7. 2025

AKCIOVÉ INDEXY (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI World (v USD)	13,7	37,3	-15,9	22,4	22,5	13,7	98,4	10,5
MSCI Emerging Markets (v USD)	12,5	29,1	-25,5	10,1	13,3	12,5	32,3	16,4
MSCI US (v USD)	13,7	40,0	-14,0	21,0	26,3	13,7	112,3	7,4
MSCI Europe (v EUR)	7,3	28,1	-7,5	17,2	17,3	7,3	73,7	10,3
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	10,3	27,5	-22,8	12,5	14,9	10,3	38,6	13,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	7,9	28,6	-8,9	17,1	17,4	7,9	72,5	10,6
DAX 40 (Německo, v EUR)	28,9	24,4	-20,7	28,6	16,2	28,9	88,8	21,4
MSCI Italy (v EUR)	22,9	26,6	-14,4	46,2	28,0	22,9	149,0	21,3
ATX (Rakousko, v EUR)	26,4	54,2	-13,8	17,8	23,4	26,4	145,0	27,9
SMI (Švýcarsko, v CHF)	-0,4	20,9	-7,8	6,1	15,8	-0,4	34,9	6,1
S&P 500 (USA, v USD)	13,1	38,9	-12,1	20,9	26,4	13,1	114,3	7,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-2,3	28,7	-5,0	24,3	29,4	-2,3	90,6	0,0
CSI 300 (Čína, v jüanech)	19,1	7,7	-13,3	-7,4	-8,5	19,1	-6,7	3,8

INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	2,3	-4,5	-12,0	-3,6	0,5	2,3	-16,1	3,4
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	0,7	-0,8	-12,2	-8,8	2,6	0,7	-17,5	-1,4
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	2,6	0,5	-12,4	-6,3	3,9	2,6	-11,7	-0,2
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	5,4	3,7	-11,8	-1,2	6,6	5,4	1,6	1,9

VÝNOSY DLUHOPISŮ (ZMĚNA V BAZICKÝCH BODECH = 0,01 PROCENTNÍHO BODU)

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	25	74	160	86	41	25	381	-15
Státní dluhopisy USA (ICE BofA, v USD)	0	0	0	0	0	0	0	0
Podnikové dluhopisy USA (ICE BofA A-BBB, v USD)	0	0	0	0	0	0	0	0
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	24	12	147	136	-1	24	314	33
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	7	1	169	127	-9	7	291	26
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-38	-48	268	112	-54	-38	237	1

SMĚNNÉ KURZY EURA (ZMĚNA V %)

Americký dolar (EUR-USD)	7,3	3,8	-15,3	12,2	-2,6	7,3	3,2	12,5
Britská libra (EUR-GBP)	3,1	-6,2	-0,7	1,2	-1,8	3,1	-3,6	4,5
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-4,5	1,4	-9,2	-2,0	1,1	-4,5	-12,9	-1,1
Japonský jen (EUR-JPY)	-0,4	6,7	6,7	11,9	11,6	-0,4	41,9	5,7

KOMODITY (ZMĚNA V %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	37,2	-1,7	-7,1	14,7	22,7	37,2	76,0	26,5
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-1,2	43,2	-13,7	7,6	8,4	-1,2	41,0	4,4
Zlato (v USD za ryzí unci)	38,8	0,8	-6,4	14,8	23,1	38,8	85,4	27,5
Ropa (Brent, v USD za barel)	-19,4	74,1	32,5	-19,4	7,2	-19,4	61,6	-7,4

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 14. červenci 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 zahrnuti 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

Online

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

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

Luca Cazzulani

Chiara Silvestre

Michael Teig

VÝROBA

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

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. červenci 2025.