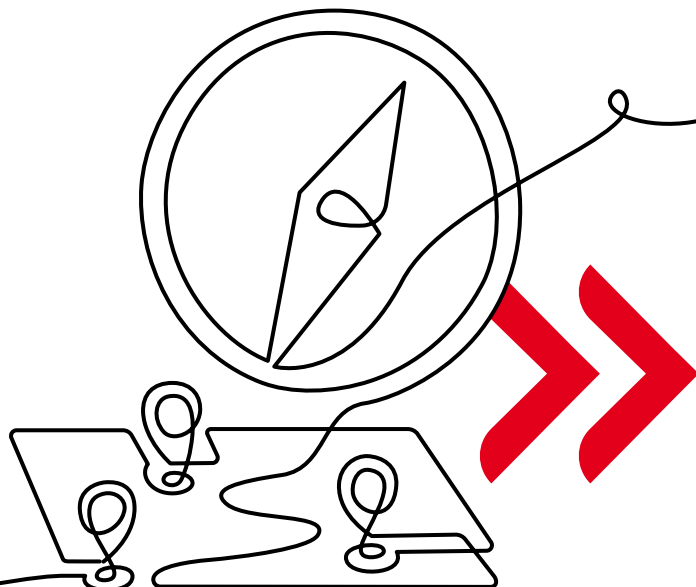


# Kontrolní bod

22. dubna 2026



## Čínský faktor

Vstoupili jsme do nové fáze soupeření mezi USA a Čínou. Zatímco se Trump 1.0 a následně Bidenova administrativa soustředily na zpomalení hospodářského vzestupu Číny (například prostřednictvím cel, donucovacích opatření proti čínským společnostem, jako je Huawei, a zákazu vývozu špičkových čipů), Trump 2.0 usiluje o něco ambicióznějšího: omezit geopolitický dosah Číny omezením jejího vlivu, oslabením jejích spojenectví a omezením přístupu do klíčových regionů.

Tento posun objasňuje zdánlivě nesourodé oblasti nedávných zahraničněpolitických kroků USA. Lednový únos Nicoláse Madura měl Peking naznačit, že se Washington znovu prosazuje na svém vlastním dvorku, v Latinské Americe. Expanzivní územní nároky Washingtonu na Grónsko byly další připomínkou toho, že nedovolí Číně, aby uplatňovala svůj vliv v arktické oblasti, jež by mohla nabízet přímý přístup do Severní Ameriky. Válka proti Íránu odráží snahu Bílého domu získat zpět Blízký východ, region, který se po „obratu k Asii“ bývalého prezidenta Baracka Obamy sblížoval s Čínou.

Reakce Číny na asertivnější postoj USA byla zatím z několika důvodů nevýrazná. Za prvé, Peking byl pravděpodobně zaskočen rychlostí a intenzitou změny politiky Washingtonu a snažil se přizpůsobit svou strategii. Za druhé, země, na něž se USA dosud zaměřily (Venezuela a Írán), nepředstavují pro čínského prezidenta Si Ťin-pchinga nejvyšší prioritu. V konkrétním případě Íránu jsou dlouhodobé zájmy Číny s monarchiemi v Perském zálivu, Saúdskou Arábií a Spojenými arabskými emiráty, mnohem významnější z ekonomického hlediska. Za třetí, Čína se důsledně vyhýbá tomu, aby se prezentovala jako garant bezpečnosti pro země globálního Jihu, a to především proto, aby nebyla zatažena do nákladných konfliktů, což je poučení, které si vzala z amerických válek v Iráku a Afghánistánu. Role Číny při zprostředkování příměří mezi Washingtonem a Teheránem je však dobře zdokumentována.

Zda si Čína dokáže udržet tuto pasivní pozici i při změně globálního prostředí, to se teprve ukáže. Čínská ekonomika ztrácí dynamiku. Expozice země vůči dovozu ropy z Íránu a Venezuely je značná. V posledním víceletém plánu, který Čína představila v březnu, se cíl růstu HDP snížil na 4,5 až 5 %. Strategicky se sice zaměřuje na posouvání technologických hranic, ovšem pro oživení domácí poptávky dělá jen málo. To znamená, že závislost na vývozu je i nadále kritická. Obchodní partneři se však snaží omezit nadměrnou kapacitu Číny, což se odráží v bruselské strategii „Made in Europe“.

Pro trhy tento protičínský geopolitický posun znamená vyšší rizikovou prémii, z čehož těží obrana a energetika, zatímco sektory vystavené obchodnímu riziku jsou zranitelnější vůči volatilitě, neboť se zrychlují fragmentace.

**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

### CO CHCE ČÍNA 3

**Rozhovor s...**  
Meg Rithmire

**Téma 1:** Čínské poučení z Íránu a proč by se Evropa měla zajímat

**Téma 2:** Relativní izolace Číny

### MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 8

### VÝVOJ NA TRHU 9

Šum a signál

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

### PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY 15



# Pohledy investičních ředitelů

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

Po celou dobu války v Íránu tržní ceny naznačovaly ochotu dívat se za hranice konfliktu. Jeden z největších energetických šoků v nedávné historii měl za následek pouze omezený a dočasný pokles akciových indexů, z nichž mnohé již většinu svých ztrát, ne-li všechny, umazaly. Názor, že se bude jednat o krátkodobý šok pro rizikový apetit, byl podpořen křivkou ropných futures, která zůstala silně backwardovaná, což signalizuje očekávání poklesu cen. Současně se nadále zvyšují očekávání růstu zisků a důvěra v zisky podniků zmírňuje obavy z příliš vysokého ocenění, a to zejména v USA. Čínské akciové trhy mezitím absorbovaly íránský šok s poměrně malou volatilitou.

Přestože je tato odolnost trhu působivá, bylo by chybou vyvozovat, že nevyřešená íránská krize nepřinese žádné trvalé následky. I když válka brzy skončí, škody jsou dvojí. Za prvé, fyzické škody: může trvat roky, než bude odstraněno značné zničení energetické a dopravní infrastruktury v oblasti Perského zálivu. Za druhé, politický dopad: konflikt zintenzivnil debatu o spolehlivosti USA jako garanta bezpečnosti a o budoucí roli amerického dolaru. Pro Čínu nejsou tyto otázky nové, nicméně současná krize posiluje potřebu přehodnotit energetickou bezpečnost, finanční angažovanost a geopolitický postoj, protože soupeření s USA se stupňuje.

Náš hlavní závěr je, že rizika spojená s pevným výnosem, zejména s americkými státními dluhopisy a podnikovými úvěry, by neměla být podceňována, zatímco akcioví investoři se stále víc potýkají s roztříštěnějším globálním prostředím. Krize posledních deseti let ukázaly, že dodavatelské řetězce jsou přebudovávány spíše na odolnost než na efektivitu, což urychlilo trendy směřující k nearshoringu a onshoringu. V této souvislosti se domníváme, že se posílily důvody pro širší regionální diverzifikaci. Tradiční model portfolia, v němž převažují americké a evropské akcie s pouze okrajovou alokací na rozvíjející se trhy, asi ustoupí vyváženějšímu geografickému rozložení. V souladu s tím nadále podhodnocujeme státní dluhopisy rozvinutých trhů a nadhodnocujeme akcie a státní dluhopisy rozvíjejících se trhů.

## ALOKACE AKTIV

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

	PODVÁŽENÍ	NEUTRÁLNÍ	NADVÁŽENÍ
<b>Globální akcie</b>		●	
Akcie USA		●	
Evropské akcie		●	
Akcie asijsko-pacifického regionu (rozvinuté trhy <sup>1)</sup> )		●	
Akcie rozvíjejících se trhů			●
<b>Globální dluhopisy</b>		●	
Státní dluhopisy (EMU)	●		
Státní dluhopisy (ZEMĚ MIMO 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)			●
<b>Peněžní trhy</b>		●	
<b>Alternativy</b>		●	
Bitcoin		●	
<b>Komodity</b>		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

<sup>1)</sup> Rozvinuté trhy: Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur





# Co chce Čína

**Autor: Edoardo Campanella**

ředitel a šéfredaktor Investičního institutu



## Rozhovor s... Meg Rithmire

James E. Robison, profesor  
na Harvard Business School



Rozhovor ze dne 12. března 2026 v rámci série webinářů „40 minut s...“.  
Niže je uveden upravený výňatek z přepisu. Záznam najdete [zde](#).

**Edoardo Campanella:** Peking právě představil svůj nový víceletý plán, v němž stanovil cíl růstu HDP pohybující se v rozmezí 4,5 až 5 %. Je podle vás tento plán dostatečný k řešení klíčového problému čínské ekonomiky, kterým je slabá domácí poptávka?

**Meg Rithmir:** Stručná odpověď zní: „Ne“. Ve skutečnosti nejsem přesvědčena, že skutečným cílem 15. pětiletého plánu je zvýšení domácí poptávky. Plán se do značné míry podobá obnovenému tlaku na těžký průmysl. Zaměřuje se především na investice a nabídkovou stranu ekonomiky, přičemž poptávce věnuje poměrně málo pozornosti. Částečně proto, že by posílení domácí poptávky vyžadovalo rozsáhlé reformy, zejména fiskálního rámce Číny a jejího systému sociálního zabezpečení, který je ve srovnání s jinými moderními ekonomikami stále velmi zaostalý. Takové reformy jsou politicky a institucionálně mnohem náročnější. V důsledku toho nejsou nástroje, jež se v současnosti používají, určeny k přeměně struktury poptávky v čínské společnosti.

**Edoardo Campanella:** Často se říká, že se USA zaměřují na vývoj obecné umělé inteligence (AGI), zatímco Čína se – částečně kvůli omezením vývozu pokročilých čipů – víc soustředí na aplikovanou umělou inteligenci a její zavádění do výroby. Je to přesná charakteristika?

**Meg Rithmir:** Ano, i když ne výhradně kvůli omezení vývozu čipů. Čína již dlouho považuje umělou inteligenci za nástroj ke zvýšení produktivity v oblastech, kde již dominuje, zejména v průmyslu. Vládní strategie „AI plus“ odráží klasický přístup k průmyslové politice: centrální řízení v kombinaci s implementací místními samosprávami. Místní úřady ve městech, jako je Šanghaj a Šen-čen, požadují, aby firmy zavedly umělou inteligenci do všech svých pracovních postupů, rozšířily průmyslovou robotiku a integrovaly pokročilou automatizaci. Toto zaměření odráží širší cíl modernizace stávajících průmyslových kapacit. Naproti tomu v USA srovnatelný systém plánování a motivační struktura chybí. Proto je jejich ekosystém AI řízen víc financemi a technologiemi, s větším důrazem na modely a snahu o AGI.

**Edoardo Campanella:** Nedávné kroky USA týkající se Panamského průplavu, Venezuely, Grónska a Íránu naznačují širší snahu o oslabení globálního vlivu Číny. Souhlasíte s tímto názorem?

**Meg Rithmir:** Tyto kroky nepovažuji za součást ucelené strategie zaměřené na Čínu. Ačkoli se často předpokládá, že Čína i USA jednájí vysoce koordinovaně, nemyslím si, že to platí i v tomto případě, ani že existuje systematický záměr podkopat globální vliv Číny. Ačkoli Venezuela a Írán mají pro Čínu význam zejména v oblasti energetiky, USA své kroky formulují jako ochranu globálního přístupu ke klíčovým trasám, například Hormuzskému průlivu, a to i pro Čínu, a tyto země jsou méně důležité než Rusko. Výsledkem může být rostoucí globální nedůvěra vůči USA, zatímco Čína se zdá být předvídatelnější. Úředníci americké administrativy, kteří se zaměřují na Čínu, jsou údajně frustrováni odklonem vojenských zdrojů z Asie, což Peking může považovat za oslabení odstrašujícího vlivu USA. Celkově to nepovažuji za koordinované úsilí proti Číně.



# Čínské poučení z Íránu a proč by se Evropa měla zajímat

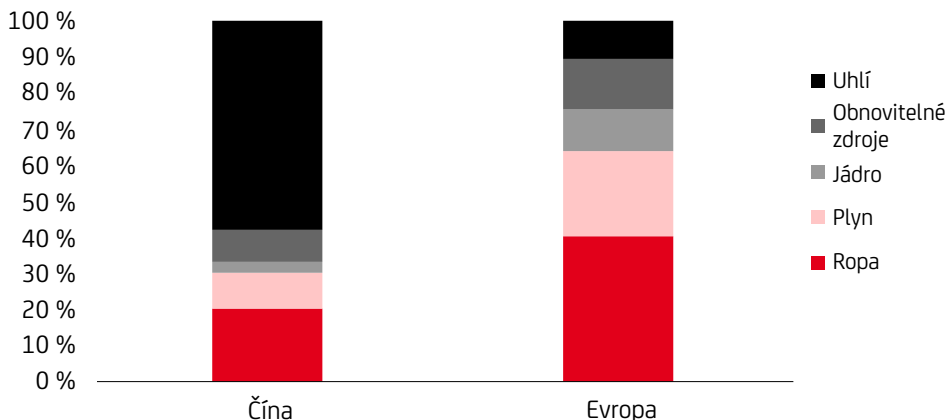
Autor: Andreas Rees

Dočasné dvoutýdenní příměří mezi USA a Íránem, oznámené 8. dubna, vedlo ke snížení cen ropy a zemního plynu, což zmírnilo bezprostřední tlak na Čínu a světovou ekonomiku. Nic se však nezměnilo na hlubších strategických poznávkách pro politiky na celém světě. Válka mezi USA a Íránem je pro Peking další připomínkou toho, že vnější prostředí je stále roztříštěnější, náchylnější k otřesům a méně shovívavé k modelům růstu závislým na zahraniční energii. Čína bude pravděpodobně reagovat další strategickou změnou orientace: zdvojnásobením energetické bezpečnosti, využitím své silné průmyslové základny čistých technologií, obranou a rozšířením podílu na světovém trhu a zabezpečením svých dodavatelských řetězců. To bude mít význam daleko za hranicemi samotné Číny. Nadcházející strategické změny by měli pozorně sledovat zejména evropští politici a společnosti.

- Čínská trojkolejná energetická doktrína se vyplácí, protože tlumí růst cen energie.** Čína vstoupila do posledního šoku s mnohem větší a méně citlivou domácí energetickou rezervou než mnohé jiné asijské země a Evropa. Téměř 60 % čínské spotřeby energie pokryje uhlí, které se z velké části těží v tuzemsku, a přibližně 10 % energie pochází z jaderné energie a obnovitelných zdrojů (viz graf 1.1). To ostře kontrastuje s Evropou, kde zahraniční ropa a plyn zajišťují více než 60 % poptávky po energii. Prezident Si Ťin-pching nedávno vyzval k rychlejšímu budování „nových energetických systémů“, přičemž zdůraznil řádné rozšiřování jaderné energetiky a zachování role uhlí jako stabilizačního prvku systému.

**GRAF 1.1: KOMBINACE ENERGIÍ V ČÍNĚ, KTERÁ ZMÍRNÍ RŮST CEN ENERGIE**

SPOTŘEBA ENERGIE V % (2024)



Zdroj: Energetický institut, Investiční institut společnosti UniCredit

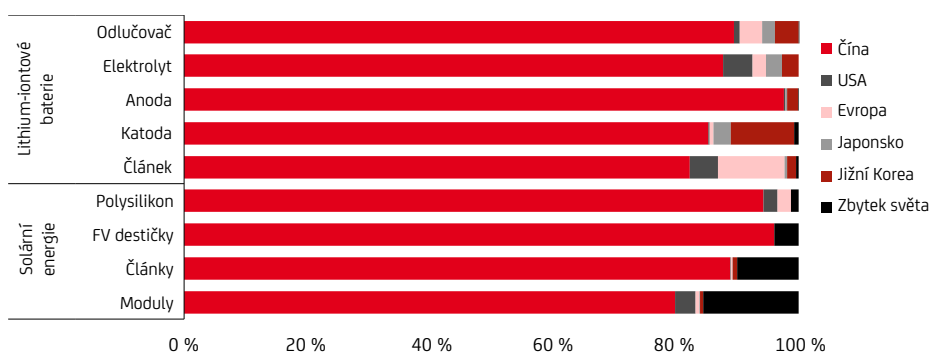
Poznámka: Evropa zahrnuje víc než 30 zemí včetně EU-27.

- Nižší ceny energie v Číně nejspíš způsobí další tlak na konkurenty v jihovýchodní Asii a Evropě.** Vzhledem k tomu, že se celosvětový růst zpomalí a cena energie začne jinde výrazněji klesat, mají čínské společnosti dobré předpoklady k tomu, aby získaly další podíl na trhu. Toto riziko se týká zejména evropských a německých výrobců, kteří se již nyní potýkají s tvrdou konkurencí z Číny. Energeticky náročná odvětví v Evropě, zejména chemický a farmaceutický průmysl, mohou být zasažena víc než ostatní.



3. **Vzhledem k tomu, že Čína bude těžit z rychlejšího snižování globální závislosti na ropě a plynu, stává se globální energetická transformace ještě závislejší na Číně.** Válka mezi USA a Íránem posílila argument, že obnovitelné zdroje energie, baterie, elektrická vozidla a sítě jsou nejen nástrojem pro ochranu klimatu, ale také geopolitickým tlumičem otřesů, který je důležitý pro národní ekonomickou bezpečnost. Čína má mimořádně dobré předpoklady k tomu, aby této situaci využila. Čínské společnosti se na celosvětové kapacitě výroby solárních a lithium-iontových baterií podílejí přibližně 80–90 %, přičemž v některých navazujících segmentech, jako jsou fotovoltaické destičky a anodové materiály, je jejich podíl ještě vyšší (viz graf 1.2).

**GRAF 1.2: ČÍNA DOMINUJE ZELENÝM DODAVATELSKÝM ŘETĚZCŮM**  
ČISTÁ VÝROBNÍ KAPACITA PODLE MÍSTA, % GLOBÁLNÍ KAPACITY (2024)



Zdroj: BNEF, Investiční institut společnosti UniCredit

4. **Summit Trump – Si je přinejlepším stabilizačním cvičením pro americko-čínské vztahy. Pro Evropu mohou být výsledky nejednoznačné.** Před odloženou návštěvou amerického prezidenta Donalda Trumpa v Pekingu, která se nyní očekává v polovině května, američtí politici stanovili cíl, jímž je zajištění stability, včetně zachování přístupu USA k čínským kritickým surovinám. V březnu však americká administrativa zahájila nové přezkumy obchodních partnerů, včetně Číny, aby pomohla zvýšit americká cla na úroveň před rozhodnutím Nejvyššího soudu USA. Čína odpověděla tím, že začala revidovat vztahy s USA a naznačila možná protiopatření. Kromě toho americká administrativa pohrozila rozsáhlými cly na farmaceutické výrobky obecně, ovšem se zvláštním zaměřením na Čínu jako hlavního výrobce účinných látek. Celkově lze říct, že setkání Trumpa a Si může snížit riziko obnovení okamžité dvoustranné eskalace, ale je nepravděpodobné, že by vedlo ke strategické důvěře. Pro Evropu by takový výsledek přinesl výhody i nevýhody. Pozitivní je, že by evropští výrobci zřejmě měli prospěch z méně omezeného přístupu ke kritickým nerostným surovinám. Naopak negativním dopadem je, že by trvale vyšší americká cla na čínské zboží než na evropské zboží zvýšila riziko přesměrování čínského vývozu z USA do EU, což by dostalo pod tlak evropské výrobce.
5. **Poslední výzvu čínského prezidenta Si Ťin-pchinga k růstu čínského sektoru služeb, který bude založen na poptávce, bychom neměli špatně chápat jako chystanou spotřební bazuku, která zlepší exportní vyhlídky evropských společností. Pravděpodobnějším politickým směrem je stále selektivní podpora spolu s pokračující orientací Číny na růst zaměřený na vývoz.** Zaměření politiků na čínské technologie a vývoz se nejspíš nezmění, zejména s ohledem na nový pětiletý plán schválený v březnu. Plán na období 2026–2030 zdvojnásobil důraz na větší technologický pokrok a soběstačnost a usiluje o to, aby se Čína stala lídrem v inovačních odvětvích, jako je umělá inteligence a robotika. Masivní politická podpora domácností je proto nadále nepravděpodobná a slabá domácí poptávka prozatím představuje strukturální problém. Kromě toho zůstává realitní sektor pod silným tlakem a nadále vytváří negativní dopady na bohatství spotřebitelů.
6. **Nové nařízení Pekingu zaměřené na bezpečnost dodavatelských řetězců, které bylo zveřejněno na začátku dubna a které okamžitě vstoupilo v platnost, je prvním čínským národním souborem pravidel pro ochranu vlastních dodavatelských řetězců. Pro Evropu by to mohlo znamenat, že větší prosazování nástrojů „Made in Europe“ v rámci strategie snižování rizika vyvolá protiopatření ze strany Číny.** Nový rámec pro odvetná opatření dává úřadům formální základ pro zásah v případě, že zahraniční vlády, organizace nebo společnosti naruší čínské dodavatelské řetězce. Protiopatření zahrnují mimo jiné omezení vývozu, dovozu a investic, jakož i zavedení zvláštních poplatků a omezení transakcí.



# Relativní izolace Číny

Autoři: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller

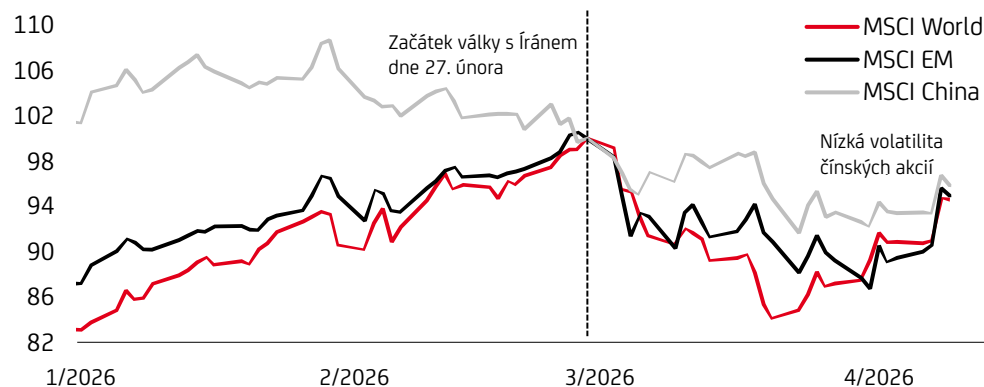
Eskalace konfliktu USA a Izraele s Íránem zneklidnila světové trhy a odhalila křehkost současné geopolitické rovnováhy. Kromě bezprostřední cenové reakce však tato epizoda ukazuje na hlubší posun: geopolitika se stala determinantem prvního řádu pro akciové rizikové prémie, což způsobuje regionální rozptýlení.

Zatímco se napětí na Blízkém východě rychle promítlo do cen energií, inflačních očekávání a volatility akcií v jiných zemích, **čínské akciové trhy** zůstaly poměrně klidné a sledovaly globální rizikové nálady, aniž by je zesilovaly (viz graf 1.3). Tato odolnost neodráží ani imunitu vůči geopolitickým otřesům, ani obnovený optimismus investorů, ale spíše kombinaci strukturálně nižších transmisních kanálů a již snížených očekávání. Jak bylo řečeno v [tématu 1](#) na straně 4, ústřední roli hraje čínský energetický systém využívající tuzemské zdroje. Relativně omezená závislost na dovozu ropy a zemního plynu tlumí dopady geopolitických narušení na domácí náklady na energie, inflaci a marže podniků. Z hlediska akcií se tak snižuje pravděpodobnost náhlých sekundárních efektů, které by snížily očekávání zisků. Relativní izolace Číny se tedy týká jak struktury nákladů, tak makrofinanční stability.

Čínské akcie vstoupily do této nové geopolitické éry se strukturálně nízkými očekáváními a lehkou pozicí, což omezuje nucené snižování rizik. Opatrnost investorů odráží přetrvávající domácí překážky, zejména zakořeněnou nadbytečnou průmyslovou kapacitu ve velké části zpracovatelského průmyslu a dlouhodobou korekci na reálním trhu, které nadále ovlivňují ziskovost, kapitálovou disciplínu a důvěru. Přetrvávající strategické soupeření s USA zároveň způsobuje, že prémie za geopolitické riziko zůstávají pro Čínu zvýšené i v obdobích klidu na trhu. Riziko je zjevné, diskutované a do značné míry oceněné. To klade větší důraz na dynamiku domácích akcií, která zůstává smíšená. Politici nadále upřednostňují stabilitu před reflací. Opatření na zlepšení dividend, podporu zpětných odkupů a zlepšení fungování trhu sice do jisté míry podpořila sentiment, ale nemohou nahradit trvalé zlepšení růstu zisků nebo důvěry domácností. Politická opatření snižují volatilitu, nikoli strukturální strop růstu.

Téma umělé inteligence má pro čínské akcie dlouhodobý význam, nicméně pokrok zůstává nerovnoměrný. Omezení v oblasti hardwaru, kontroly vývozu a politická rizika způsobují velmi diferencované výsledky, jež nabízejí strukturální potenciál, aniž by investory chránily před výkyvy v ocenění. Trvalý diskont Číny týkající se ocenění vypovídá méně o krátkodobé cyklické slabosti než o zakořeněné skepsi ohledně správy věcí veřejných, demografii a geopolitice. Tento diskont sice tlumí negativní vlivy během globálních otřesů, ale zároveň omezuje růst, když se zvýší globální ochota riskovat.

**GRAF 1.3: ČÍNSKÉ AKCIE VYKAZUJÍ RELATIVNÍ STABILITU UPROSTŘED ÍRÁNSKÉHO ŠOKU**  
INDEXY MSCI (27. ÚNORA 2026 = 100)



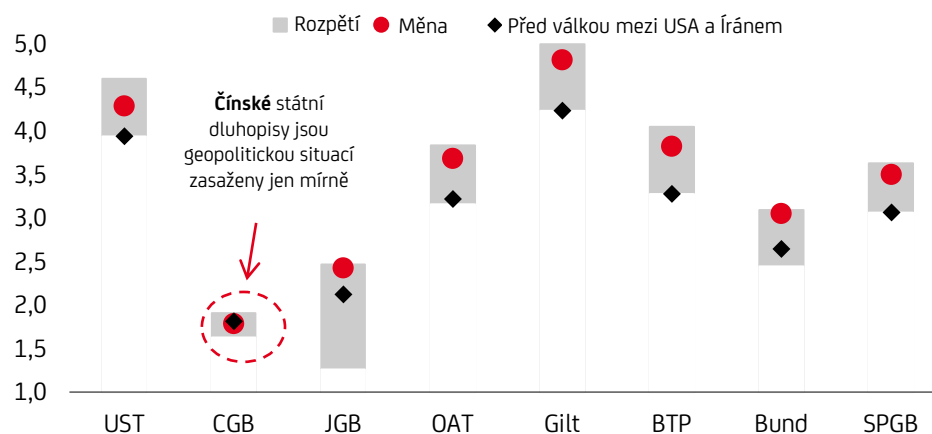
Zdroj: LSEG Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit



Navzdory struktuře trhu, která je díky převaze maloobchodních investorů řízena obvykle víc sentimentem, čínské akcie nezesílily poslední geopolitický šok, protože absence nuceného snižování rizika a již konzervativní očekávání omezily volatilitu ve srovnání s institucionálně zadluženými rozvinutými trhy. V rámci našeho nadměrného důrazu na akcie rozvíjejících se trhů, který jsme i nadále ochotni udržovat i tvář v tvář zvýšené geopolitické nejistotě, nepředstavuje Čína ani obchodní oživení, ani alokaci hybné síly. Ačkoli neočekáváme, že by se Čína v současném cyklu stala vedoucím trhem, může představovat selektivní expozici vyznačující se nerovnoměrnými strukturálními tématy a diverzifikačními výhodami.

**Čínské státní dluhopisy (CGB)** od začátku konfliktu na Blízkém východě vykazují rovněž odolnost, a to zejména ve srovnání s obdobnými dluhopisy. Graf 1.4 ukazuje aktuální desetiletý výnos spolu s jeho dvanáctiměsíčním rozpětím a úroveň k 27. únoru na osmi největších trzích státních dluhopisů na světě. Výnosy většiny státních dluhopisů se před začátkem války pohybovaly na svém dvanáctiměsíčním minimu a následkem vývoje událostí na Blízkém východě rostly. Zcela jinak se chovají dluhopisy CGB, které se nejenže příliš nezměnily oproti úrovni před začátkem americko-iránské války, ale navíc zaznamenaly extrémně nízkou volatilitu.

**GRAF 1.4: ČÍNSKÉ STÁTNÍ DLUHOPISY ZAZNAMENALY EXTRÉMNĚ NÍZKOU VOLATILITU**  
AKTUÁLNÍ A DVANÁCTIMĚSÍČNÍ ROZPĚTÍ VÝNOSŮ STÁTNÍCH DLUHOPISŮ NEJVĚTŠÍCH TRHŮ



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit  
Poznámka: Trhy jsou seřazeny podle velikosti.

Lepší výkonnost čínských státních dluhopisů v porovnání s konkurenty vyplývá z omezeného dopadu války mezi USA a Íránem na čínskou inflaci. Očekává se totiž, že inflace v letošním roce zůstane na úrovni 1 %, což centrální bance zabrání ve zvyšování sazeb. Kromě toho je nepravděpodobné, že by na rozdíl od jiných zemí poslední geopolitický vývoj zatížil fiskální ukazatele, ačkoli se fiskální základy v porovnání s minulostí nacházejí v horší kondici.

Dalším klíčovým faktorem, k němuž je třeba přihlídnout, je investorská základna CGB. Přibližně 95 % těchto cenných papírů je v držení domácích investorů, většinou (70 % z celkového počtu) komerčních bank, které nakupují domácí dluhopisy, aby řídily likviditu, plnily regulační požadavky a umístily likviditu do bezpečných nástrojů v případě slabé poptávky po úvěrech. Převážná většina držitelů CGB se tedy neřídí hlediskem rizika/výnosu a není citlivá na makroekonomický či geopolitický vývoj. Zahraniční investoři, kteří mají zájem o koupi CGB, musejí navíc splnit zvláštní podmínky a musejí být zaregistrováni.

Čínské státní dluhopisy nabízejí nízký výnos a pro evropské investory nejsou příliš atraktivní, pokud CNY výrazně neposílí vůči EUR, což neočekáváme. Na druhou stranu vidíme atraktivnější příležitosti na trzích s pevným výnosem v rozvíjejících se zemích a zachováváme pozitivní postoj k této kategorii aktiv, a to jak pro dluhopisy v tvrdé, tak v místní měně. Navzdory nedávným geopolitickým událostem se tato kategorie aktiv ukázala jako odolná, přičemž se rozdíl JP Morgan EMBI vrátilo na úroveň před začátkem války mezi USA a Íránem.





# Makroekonomický vývoj

Autoři: Tobias Keller, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

## 1 Ropa: Dočasný klid, trvalá křehkost

Naděje na dosažení dohody mezi USA a Íránem sice dočasně zmírnily vnímání rizik v blízkém časovém horizontu, ovšem důvěra v bezpečnost dodávek v regionu opět oslabila, protože USA zavedly námořní blokádu iránské námořní dopravy a iránské síly útočily na zahraniční obchodní plavidla, která doprovázely nové hrozby proti přístavům v Perském zálivu. Pokrytí zásobami ropy se v klíčových spotřebitelských regionech snížilo, volné kapacity jsou nerovnoměrně rozloženy a nabídka zemí mimo-OPEC reaguje pomalu. V této souvislosti očekáváme, že ceny ropy Brent do konce roku 2026 poklesnou k úrovni 90 USD za barel, protože rizikové prémie postupně slábnou. Tento výhled má však několik zásadních podmínek. Jakákoli obnovená eskalace, trvalé narušení vývozu z Perského zálivu nebo přímé úderky na regionální infrastrukturu, které by vedly k trvalým škodám, by normalizaci výrazně oddálily, zatímco věrohodná a trvalá deeskalace by mohla urychlit uvolnění rizikových premií a stlačit ceny ropy pod základní úroveň.

## 2 ECB: Přichází zvyšování sazeb

Válka na Blízkém východě patrně způsobí významnou divergenci měnových politik na obou stranách Atlantiku. Zatímco u Fedu stále vidíme prostor pro jedno letošní snížení úrokových sazeb, ECB asi „nevstřebá“ inflační šok způsobený energiemi. Vzhledem k naší prognóze, že se inflace v eurozóně brzy vyšplhá nad 3 % (z dubnových 2,6 %) a ve 2. pololetí roku 2026 se bude pohybovat kolem 3,5 %, počítáme se dvěma zvýšeními sazeb o 25 bb v červnu a září, čímž se depozitní sazba zvýší na 2,50 %, což je horní hranice pravděpodobného neutrálního pásma. Cílem tohoto opatření ECB bude udržet pevně ukotvená inflační očekávání a zabránit významným nepřímým a sekundárním účinkům a zároveň omezit škody na hospodářské aktivitě a trhu práce. Povzbudivé je, že se ekonomika eurozóny v průběhu času stala odolnější vůči zvyšování úrokových sazeb, a pokud se podaří zabránit eskalaci geopolitické krize, přísnější měnová politika nejspíš nezpůsobí firmám a domácnostem větší problémy. Hospodářský růst bude v letošním roce (0,8 %) i v příštím roce (1,1 %) zřejmě slabý, nicméně pozitivní. Očekáváme, že se inflace ve 2. pololetí roku 2027 vrátí k 2% cíli ECB, protože energetický šok odezní, což centrální bance umožní ve 3. čtvrtletí 2027 snížit zvýšené sazby.

## 3 Fed: Odložené snížení

Již před válkou v Íránu byly ohroženy cíle Fedu, tj. maximální zaměstnanost a 2% inflace, protože se jádrová inflace PCE pohybovala kolem 3 % a trh práce postupně chladl. Prudký nárůst cen energií a narušení dodavatelského řetězce budou tlačit na vyšší inflaci a zatížit produkci v USA, což toto napětí ještě zvýší. V nejbližší době budou představitelé Fedu asi upřednostňovat obavy z inflace před růstem a zaměstnaností, mimo jiné proto, že USA jsou ve srovnání s Evropou relativně izolovány od událostí na Blízkém východě (růst HDP se letos stále očekává na úrovni 2,3 % a v příštím roce na úrovni 2 %). Podle našeho základního předpokladu ovlivní cenový šok v oblasti energií inflaci pouze dočasně (očekáváme, že inflace měřená indexem spotřebitelských cen dosáhne ve 3. čtvrtletí roku 2026 svého vrcholu, kdy se bude pohybovat kolem 3,6 % a poté se zmírní), ale představitelé Fedu budou nejspíš chtít před zvažováním snížení sazeb počkat, jak silně se projeví sekundární dopady na ceny ostatního zboží, služeb a mezd. Očekáváme, že Fed sníží sazby ještě jednou, a to ve 4. čtvrtletí roku 2026. Je pravděpodobné, že půjde o jediné snížení, a to vzhledem k tomu, že neutrální sazbu předpokládáme na úrovni kolem 3,5 %. Kevin Warsh by měl ve funkci předsedy Fedu nahradit Jeroma Powella již v polovině května, přestože se to může o jeden či více měsíců opozdit. Až se Warsh ujme funkce, bude mít nejspíš velmi obtížnou pozici vzhledem k požadavku amerického prezidenta Trumpa na mnohem nižší úrokové sazby. Je nepravděpodobné, že by se mu podařilo přesvědčit rozdělený FOMC, aby podpořil snížení sazeb dříve než později v tomto roce.





# Vývoj na trhu

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

## Šum...

Trhy byly v posledních týdnech opakovaně otřeseny mimořádnými zprávami z Blízkého východu, které se týkaly konfliktu USA a Izraele s Íránem, což způsobilo prudké výkyvy v náladách. Ceny energií a výnosy státních dluhopisů prudce reagovaly na výkyvy mezi obavami z eskalace a letnými náznaky jen krátkodobé deeskalace. Akciové trhy také zažily záchvěvy volatility, když investoři reagovali na vývoj zpráv, přičemž chování na úrovni indexů ukazuje na základní odolnost. Politická rétorika, zejména z Washingtonu, společně s nejistotou ohledně reakcí centrálních bank na cenové tlaky vyvolané válkou a energiemi, dále zvyšuje složitost situace a zesiluje povahu nedávných pohybů na trhu, které byly motivovány titulky v médiích.



## ... a signál

Pod vlivem volatility se trhy stále opírají o fundamenty. Změny cen související s nedávnými geopolitickými událostmi se soustředily spíše na rizikové prémie než na budoucí růst nebo očekávání zisků, přičemž existuje jen málo důkazů o významném posunu směrem k recesní cenotvorbě. V oblasti pevných výnosů odrážejí vyšší výnosy spíše obnovené obavy z inflace spojené s cenovým šokem v oblasti energií a související dynamikou termínové premie než obavy z prodloužení konfliktu, zatímco v oblasti úvěrů zůstává rozšiřování rozdílů postupné a spořádané. Akcie prokázaly pozoruhodnou odolnost, přičemž poklesy zůstaly omezené, zotavení proběhlo rychle a vedoucí postavení na trhu se opíralo o zisky. Celkově geopolitika zesílila krátkodobou volatilitu, ovšem nevytlačila hlavní síly, kterými se trhy řídí: odolnost zisků, dynamiku inflace a omezený prostor pro rychlé uvolnění politiky.

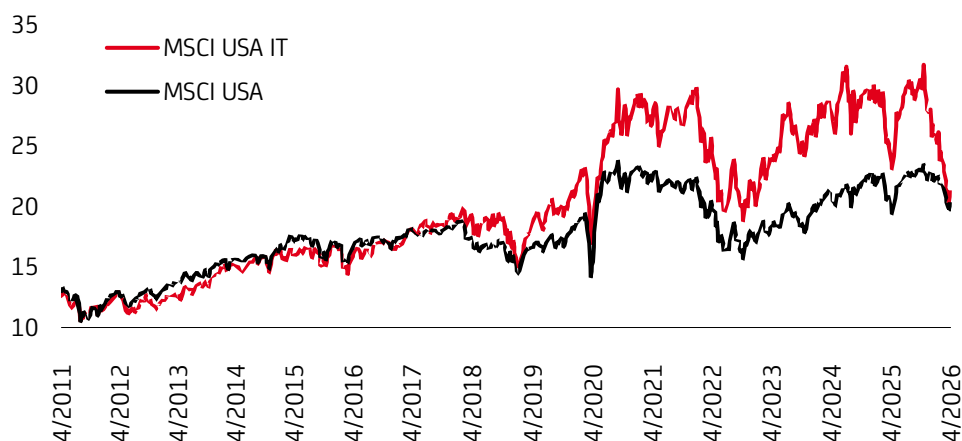
# Akcie

## Akciové trhy vstřebávají geopolitiku

**Akciové trhy v USA** přijaly eskalaci, která se týká Íránu, Izraele a USA, s relativním klidem. Hlavní riziko se zvýšilo, ovšem důvěra nebyla narušena. Tato odolnost odráží především strukturu samotného trhu: Informační technologie (IT), které tvoří téměř třetinu tržní kapitalizace v USA a zhruba čtvrtinu světových akciových trhů, zůstávají hlavním motorem růstu zisků. Tento motor již prošel významnou zkouškou. Byla eliminována prémie za ocenění technologií, která se v technologickém sektoru vytvořila od roku 2019 a dočasně dosáhla extrémních hodnot (na konci října loňského roku činila premie P/E vůči širšímu trhu přibližně 35 %). Technologie je nyní oceňována zhruba v souladu s celkovým trhem. Důležité je, že tato úprava začala dlouho před posledním geopolitickým napětím (viz graf 2.1), a to v důsledku širšího odklonu od dlouhodobého růstu. Válka s Íránem posílila zaměření investorů na fundamenty. Očekávání zisků v sektoru IT v USA nadále rostou (odhady zisků za 12 měsíců od začátku roku se zvýšily o 19 % na historické maximum), a to i přesto, že přetrvávají obavy z inflace a růstu související s válkou v Íránu. S obnoveným oceněním a silnou dynamikou zisků vypadají technologie vyváženěji než kdykoli od zrychlení cyklu umělé inteligence. Silná výkonnost sektoru v posledních dnech naznačuje, že si toho investoři začínají všimnout.

**GRAF 2.1: KOMPRESIE OCENĚNÍ SPOLU S ROSTOUČÍMI OČEKÁVÁNÍMI ZISKU**

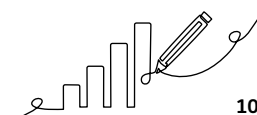
DVANÁCTIMĚSÍČNÍ FWD P/E



Zdroj: LSEG Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit

Na **evropské akcie** se geopolitické riziko přenáší bezprostředněji. Vzhledem k odvětvové struktuře regionu – s vyšším podílem energeticky náročných cyklických odvětví, vyšší závislostí na dovozu energií a mnohem menším podílem IT – je tento prostor citlivější na ceny energií, narušení obchodu a dopady ohrožující důvěru, které vyplývají z války v Íránu. Na rozdíl od USA chybí v Evropě velké, globálně dominantní technologické platformy, které by mohly tyto tlaky kompenzovat na úrovni indexů. Ocenění v Evropě je tedy mírnější, zatímco celková dynamika zisků zaostává za USA. V této souvislosti vynikají evropské finanční společnosti: zejména banky na tomto kontinentu spojují atraktivní ocenění se silnou kapitálovou pozicí, disciplinovanou rozvahou a relativní izolací od energetického šoku – za předpokladu, že se ekonomika vyhne recesi, což se podle našeho názoru stane.

Náš pohled na **rozvíjející se trhy** zůstává konstruktivní (viz také [Pohledy investičních ředitelů](#) na straně 2). Ocenění je nenáročné a nabízí prostor pro diferenciaci, protože kapitál hledá růst a stabilitu mimo geopoliticky soustředěné rozvinuté trhy.



# Cenné papíry s pevným výnosem

## Geopolitické napětí udržuje volatilitu státních dluhopisů

Pokračující konflikt na Blízkém východě nepřináší žádnou úlevu státním dluhopisům, které jsou i nadále velmi citlivé na výkyvy cen komodit a inflační očekávání. Všeobecně se předpokládá, že ECB přijme opatření proti připravovanému inflačnímu šoku, přičemž trhy počítají se dvěma až třemi zvýšeními sazeb do konce roku. Očekáváme, že ECB zvýší depozitní sazbu o 25 bb v červnu a v září, přičemž by budoucí kroky mohlo objasnit nadcházející dubnové zasedání. EGB zůstávají vysoce volatilní, a to i v rámci dne, protože investoři se snaží zohlednit nejnovější vývoj ocenění dluhopisů. Zdá se, že se výnos desetiletých německých státních dluhopisů ustálil na úrovni kolem 3 %, což je přibližně o 40 bb víc než před začátkem konfliktu. V našem základním scénáři, který předpokládá, že nedojde k další eskalaci války a k normalizaci cen energií, vidíme výnos desetiletých německých státních dluhopisů v dohledné budoucnosti na úrovni 3 % nebo mírně vyšší. Krátký konec křivek v eurozóně zůstává víc vystaven výkyvům nálady investorů. Po zprávě o příměří se výnos dvouletých německých státních dluhopisů vrátil do oblasti 2,5 % poté, co překročil hranici 2,75 %. Křivka německých státních dluhopisů zůstává plošší než před začátkem konfliktu, přičemž rozdíl dvou/desetiletých německých státních dluhopisů činí 50 bb (oproti 65 bb). Rozdíl dvou/desetiletých dluhopisů nejspíš zůstane kolem této úrovně i v následujících čtvrtletích, než se v příštím roce opět zvýší.

### GRAF 2.2: ÚROVEŇ 3 % NENÍ PRO VÝNOS DESETELETÝCH NĚMECKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPIŠŮ NEPŘEKONATELNÁ

VÝNOS DESETELETÝCH NĚMECKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPIŠŮ (% , LS) A ROZDÍL DVOU/DESETELETÝCH DLUHOPIŠŮ (BP, RS)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Zlepšující se nálada na trhu vedla k celkovému snížení rozdílů EGB vůči německým státním dluhopisům, které však zůstávají širší než na konci února. Jejich slabší výkonnost v posledních dvou měsících byla způsobena výhradně systémovými faktory, zatímco rizika spojená s konkrétními zeměmi zůstávají omezená.

Americké státní dluhopisy (UST) byly méně vystaveny geopolitickému vývoji než EGB, protože se očekává, že inflační šok bude na druhé straně Atlantiku omezenější. Trhy očekávají, že Fed zůstane u své činnosti, zatímco my předpokládáme snížení ve 4. čtvrtletí 2026. Výnos desetiletých UST se ustálil na úrovni kolem 4,25 %. Pochybujeme, že dojde k jejímu poklesu ze současných úrovní, protože fiskální rizika a zvýšená ekonomická nejistota budou patrně tlačit termínovou prémii výše.

## Podnikové úvěry: Další nízké karty

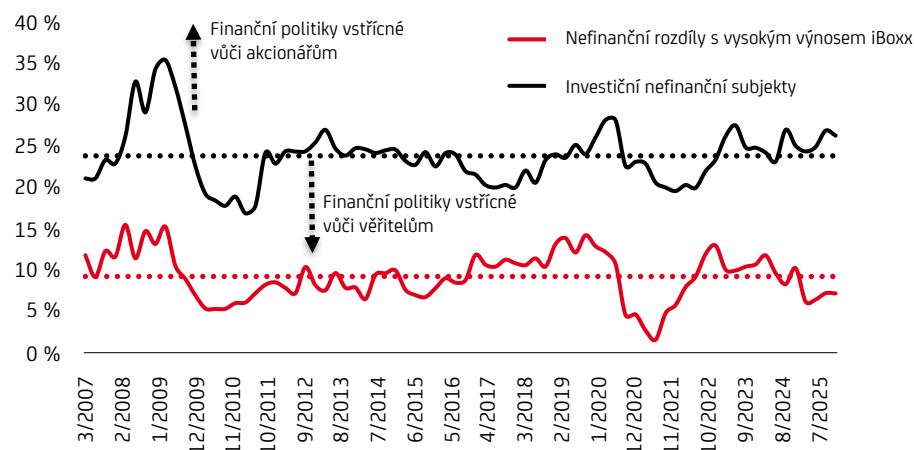
Válka USA a Izraele proti Íránu vytváří protivitř i v oblasti evropských úvěrů, přestože rozšíření rozdílů, které jsme zatím zaznamenali, bylo spíš mírné. Nefinanční rozdíl s vysokým výnosem iBoxx dočasně překonaly úroveň 300 bb, což je nejvyšší hodnota od loňského června, a velcí investoři – banky i nefinanční subjekty se dotýkaly úrovně kolem 80 bb. Celková výkonnost od začátku roku je ve všech segmentech úvěrového trhu mírně záporná a s ohledem na naše revidované prognózy rozdílů – do konce roku vidíme velké investiční banky a nefinanční subjekty na úrovni 90 bb a 95 bb a nefinanční subjekty s vysokým výnosem na úrovni 350 bb – pravděpodobně zakončíme rok s celkovými výnosy mezi 1 a 2 %, což je nejslabší výkonnost od roku 2022. Z hlediska odvětví spatřujeme vysokou hodnotu v ropě a plynu a základních zdrojích, které od začátku roku vykázaly lepší výsledky, a v telekomunikacích, zatímco energeticky náročné sektory, tj. výrobu automobilů a náhradních dílů, výrobu chemikálií, technologie a cestování a volný čas, hodnotíme jako slabší.

Ačkoli současná výsledková sezona dosud neodráží dopad války v Íránu na úvěrové ukazatele emitentů, pozornost se zaměří na pokyny, které společnosti vydají, a očekáváme, že v nich bude převládat opatrnost vzhledem k nejasnostem a vysoké nejistotě související s vývojem na Blízkém východě. V této souvislosti vidíme, že emitenti budou nejen udržovat nízké kapitálové výdaje, ale také dále zpřísňovat svou finanční politiku, tj. především odměňování akcionářů. Jak ukazuje náš graf, po velké recesi v letech 2008–2009 přešli evropští emitenti od politiky vstřícné k akcionářům ke vstřícnosti směrem k úvěrovým investorům, které se od té doby v zásadě drží. Odměňování akcionářů – jako procento provozních peněžních toků, především ve formě výplaty dividend a zpětného odkupu akcií – od té doby výrazně pokleslo a zůstalo mírné a blíží se svému dlouhodobému průměru. To je dobrá zpráva pro úvěrové investory, protože to znamená víc hotovosti na dluhovou službu v období, kdy může být přístup na dluhopisový trh obtížný, což omezuje i míru nesplacení.

U finančních titulů zůstaly **úvěrové rozdíly** rovněž odolné. Sentiment podpořily dobré výsledky velkých amerických bank za 1. čtvrtletí 2026 a konstruktivní komentáře ze strany evropských bank. Zájem investorů o obchody na primárním trhu byl také velmi silný, a to i přes vyšší geopolitická rizika. Několik emisí prioritních dluhopisů od soukromých úvěrových subjektů snížilo také obavy z rizika likvidity této třídy aktiv, což podpořilo i sentiment bank.

**GRAF 2.3: ODMĚNY AKCIONÁŘŮ JAKO % Z PROVOZNÍHO CASH FLOW**

EVROPSKÉ PODNIKY SE DRŽÍ ZÁSADY UDRŽOVÁNÍ HOTOVOSTI



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

# SMĚNNÉ KURZY

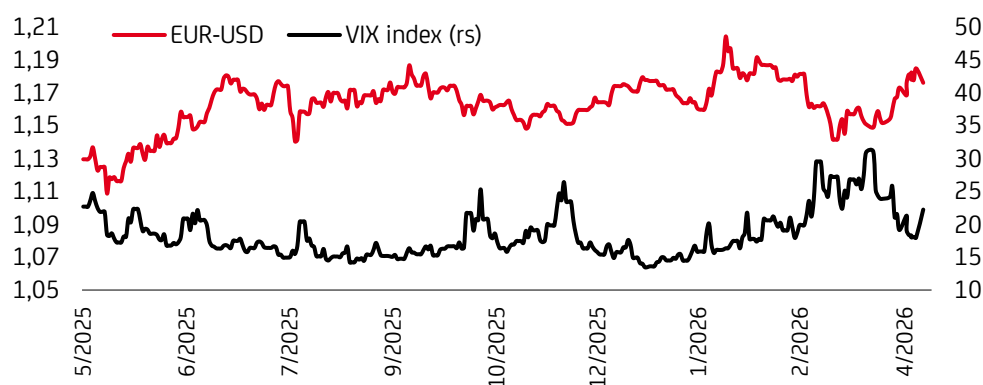
## EUR–USD: Klíčovým faktorem zůstávají výkyvy v globální averzi k riziku

Nedávný vývoj cen zdůraznil klíčová témata devizového trhu (podrobnější analýzu naleznete v našem nedávném článku [Stručný přehled – USD ve válce: tři poučení z 8. dubna](#)). **1.** Index amerického dolaru (DXY), a tím i EUR–USD, který tvoří víc než 55 % koše, je citlivější na výkyvy globální averze k riziku než na změny cen ropy. To vidíte na grafu níže, který zobrazuje EUR–USD vůči VIX (index strachu). **2.** Proces snižování závislosti na USD není u konce, ale k jeho pokračování je zapotřebí prostředí s nízkou volatilitou. **3.** Zpříšňování měnových podmínek ze strany hlavních centrálních bank, včetně ECB, nemůže vyvolat obrat kurzu jejich měn vůči USD, pokud se mezitím nezmírní averze k riziku.

Dvojice EUR–USD klesla na 1,1412 (jen několik pipů pod minimum 1,1442 dosažené během loňské dvanáctidenní krize na Blízkém východě v červnu), což naznačuje, že investoři se nadále zdráhají postupovat pesimisticky vzhledem k nejistotě obklopující USD před současným konfliktem, především kvůli hospodářské politice USA. Poté, co americký prezident Donald Trump dne 8. dubna vyhlásil čtrnáctidenní příměří a napětí se dočasně zmírnilo, tato dvojice opět posílila. Další podporu EUR–USD představoval nárůst hodnoty HUF po vítězství Petera Magyara v maďarských parlamentních volbách. Jakmile Írán dne 17. dubna poprvé oznámil znovuotevření Hormuzského průlivu, dosáhla zmíněná dvojice úrovně 1,1848, tj. mírně nad 1,1813, což je závěrečná úroveň z 27. února, tedy ze dne před vypuknutím konfliktu.

Klíčovým faktorem v současnosti zůstává vývoj na Blízkém východě. Pokud by se konflikt opět vyostřil, mohlo by dojít k obnovení globální averze k riziku, což by posílilo roli bezpečné měny a stlačilo by EUR–USD níže. Na dosažených úrovních si však dvojice již vytvořila dostatečný polštář směrem dolů, aby se omezil případný propad k nedávným minimům poblíž 1,14. Oblast 1,15 se v tomto případě zřejmě udrží. EUR–USD nakonec reagovala na patovou situaci v Hormuzském průlivu a nejnovější vývoj íránské krize nevýrazně. Trhy jsou i nadále přesvědčeny, že krachu se nakonec podaří zabránit a že dohody bude nakonec dosaženo, a investoři zatím raději vyčkávají, než aby masivně posilovali USD. Naproti tomu zmírnění napětí na Blízkém východě, což je náš základní scénář, a následné snížení rizikové prémie způsobené válkou nejspíš zvedne EUR–USD k horní hranici obchodního pásma 1,15–1,20. Klíčovou otázkou by však v tomto případě bylo, zda by prolomení nad letošní maximum 1,2078, ačkoli by ho ECB uvítala kvůli jeho negativnímu dopadu na inflaci, bylo v souladu se současným celkovým geoeconomickým scénářem. EUR–USD by se však mohla posunout výš i v případě, že by USA byly zataženy do vleklého konfliktu, protože by se to pro Trumpovu administrativu stalo specifickým rizikovým faktorem, pokud by se nepodařilo vytvořit strategii odchodu. Trump by také mohl před volbami v polovině volebního období v USA upřednostnit konkurenceschopnější USD, aby pomohl americkému vývozu a snížil obchodní nerovnováhu USA.

**GRAF 2.4: DYNAMIKU DVOJICE EUR–USD NADÁLE OVLIVŇUJÍ GEOEKONOMICKÉ FAKTORY**  
EUR–USD A INDEX VIX (RS)



Zdroj: LSEG, Investiční institut společnosti UniCredit

# Komodity

## Ropa

Ropné trhy v posledních týdnech prudce přehodnotily ceny, přičemž ropa Brent se udržela na podstatně vyšších úrovních, protože geopolitické riziko se znovu stalo dominantním faktorem pro blízké období. Naděje na dosažení dohody mezi stranami sice dočasně snížila bezprostřední rizika, ovšem důvěra v bezpečnost dodávek v regionu se opět oslabilá poté, co USA zavedly námořní blokádu íránské námořní dopravy a Írán znovu pohrozil odvetnými opatřeními proti přístavům v Perském zálivu a útoky na zahraniční obchodní plavidla. Zvýšená nejistota způsobila, že se ceny vrátily mírně pod hranici 100 USD/barel, což podtrhuje citlivost trhu na riziko eskalace. Přebytkové narativy již nejsou dominantní. Zásobní rezervy se v klíčových regionech ztenčily, volná kapacita zůstává nerovnoměrná a nabídka zemí mimo OPEC reaguje pomalu, což zesiluje dopad geopolitických témat na ceny. Očekáváme, že ropa Brent do konce roku 2026 zlevní k hranici 90 USD za barel, protože rizikové prémie postupně slábnou, avšak cenové prostředí zůstává křehké. Jakékoli zhoršení konfliktu by asi oddálilo normalizaci a udrželo ceny na vyšší úrovni po delší dobu, zatímco věrohodná a trvalá deeskalace by mohla ceny stlačit pod náš základní vývoj.

## Zemní plyn

Referenční cena zemního plynu v Evropě (TTF) je i nadále velmi volatilní a od začátku války v Íránu na konci února vzrostla téměř o 30 %. Přestože ceny v posledních týdnech výrazně poklesly, neboť trhy začaly být optimističtější ohledně rychlého uvolnění napětí, krátkodobý výhled zůstává nejistý. Katar a Spojené arabské emiráty, které se na celosvětových dodávkách LNG podílejí přibližně 20 %, nemohou tuto komoditu od začátku války vyvážet. Kromě toho bylo podle odhadů poškozeno 16 % katarské kapacity, která bude několik let mimo provoz. To zhoršilo dříve pozitivní bilanci nabídky a poptávky dovozců. Přestože ceny v poslední době klesly, letní sezona doplňování zásob ještě nezačala a v nadcházejících měsících ji čekají nejisté vyhlídky, a to i v případě, že se válečné konflikty na Blízkém východě začnou zmírňovat. Naše prognóza průměrné ceny TTF ve výši 55 EUR/MWh je zřetelně vyšší než poslední cenová úroveň 40–45 EUR/MWh. Domníváme se, že současná úroveň cen neodráží ani vznikající rizika v oblasti dodávek LNG, ani očekávanou rostoucí poptávku v souvislosti s doplňováním zásob v Evropě a Asii před zimní topnou sezonou 2026–2027.

## Zlato

Zlato se obchodovalo v blízkosti 4800 USD/unce a zůstalo na cestě ke čtvrtému týdennímu zisku v řadě, k čemuž přispěly zmírňující se obavy z inflace a zlepšující se vyhlídky na trvalejší příměří mezi USA a Íránem. Optimismus spojený s možnou dohodou snížil ceny ropy, zmírnil inflační tlaky a přibrzdil očekávání dalšího zpřísňování sazeb centrálních bank. Přestože přetrvává nejistota ohledně ověření a provádění jakékoli dohody a normalizace přerušení dodávek energie může trvat delší dobu, nedávný vývoj na trhu zmírnil bezprostřední rizika. Za této situace zůstává zlato přibližně 17 % nad svým březnovým minimem, což dokládá jeho odolnost. Do budoucna očekáváme, že zlato bude i nadále sloužit jako bezpečné aktivum. Zatímco krátkodobou volatilitu způsobují faktory likvidity a úrokových sazeb, střednědobá až dlouhodobá podpora zůstává jednoznačně svázána s geopolitickou nejistotou a trvalými nákupy centrálních bank.





# Předpovědní tabulky

## Prognózy Unicredit

### PROGNÓZY HDP, CPI A SALD STÁTNÍCH ROZPOČTŮ

	Reálný HDP (% R/R)			Spotřebitelské ceny (% R/R)			Saldo státního rozpočtu (% HDP)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
<b>Svět</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	-	-	-	-	-	-
<b>USA</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>-7,4</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,0</b>
<b>Eurozóna:</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,6</b>
Německo	0,2*	0,9*	1,6*	2,2	2,7	2,3	-2,7	-4,3	-4,3
Francie	0,9	0,9	1,0	0,9	1,8	1,5	-5,1	-5,0	-4,6
Itálie	0,7	0,5	0,6	1,5	3,2	2,1	-3,1	-2,9	-2,8
Španělsko	2,8	2,2	1,6	2,7	3,3	2,6	-2,5	-2,1	-2,2
<b>Spojené království</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,5</b>
<b>Čína</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,2</b>	<b>-8,4</b>
<b>Japonsko</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,8</b>
<b>Indie</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>-7,4</b>	<b>-7,4</b>	<b>-7,3</b>

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

\* Údaje neupravené podle pracovních dnů. Upraveno podle pracovních dnů: 0,4 % (2025), 0,6 % (2026) a 1,5 % (2027)

### ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Aktuální	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27
<b>Fed</b>	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
<b>ECB</b>	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50
UK	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00
Japonsko	0,75	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25
Švédsko	1,75	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25
Norsko	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období.



**PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ**

	20. 4. 2026	2Q26	3Q26	4Q26
<b>Eurozóna:</b>				
Depozitní sazba	2,00	2,25	2,50	2,50
Tříměsíční Euribor	2,19	2,31	2,52	2,55
Dvouleté Schatz	2,46	2,65	2,65	2,60
Desetileté německé státní dluhopisy	2,98	3,10	3,10	3,00
Dvouletý EUR swap	2,64	2,90	2,85	2,75
Desetiletý EUR swap	3,01	3,15	3,15	3,05
Rozdíl mezi desetiletým swapem a německými státními dluhopisy	3	5	5	5
Dvouleté BTP	2,64	2,85	2,85	2,80
Desetileté BTP	3,72	3,90	3,90	3,80
Rozdíl desetiletých německých státních dluhopisů a BTP	74	80	80	80
<b>USA</b>				
Mezibankovní Fed funds rate	3,75	3,75	3,75	3,50
3M OIS SOFR	3,67	3,67	3,60	3,42
Dvouleté UST	3,72	3,85	3,75	3,65
Desetileté UST	4,26	4,40	4,40	4,40
Rozdíl desetiletých německých státních dluhopisů a UST	128	130	130	140

**PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ**

	20. 4. 2026	2Q26	3Q26	4Q26
EUR–USD	1,18	1,17	1,18	1,19
USD–JPY	159	157	154	152
EUR–JPY	187	184	182	181
GBP–USD	1,35	1,33	1,33	1,32
EUR–GBP	0,87	0,88	0,89	0,90
USD–CNY	6,82	6,88	6,85	6,80
EUR–CNY	8,02	8,05	8,08	8,09

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

**PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV**

	20. 4. 2026	Polovina r. 2026	Konec r. 2026
<b>Ropa</b>			
Brent USD/barel	95	100	90
<b>Akcie</b>			
Euro STOXX 50	5 986	6 000	6 300
STOXX Europe 600	621	630	660
DAX	24 418	25 000	26 000
MSCI Italy	124	125	135
S&P 500	7 110	7 100	7 400
Nasdaq 100	26 590	26 000	28 000
<b>Úvěř</b>			
iBoxx Non-Financials Senior	72	90	95
iBoxx Banks Senior	68	85	90
iBoxx High Yield NFI	279	325	350

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 20. 4. 2021 20. 4. 2022 20. 4. 2023 20. 4. 2024 20. 4. 2026 20. 4. 2021 1. 1. 2026  
do 20. 4. 2022 20. 4. 2023 20. 4. 2024 20. 4. 2026 20. 4. 2026 20. 4. 2026 20. 4. 2026

## AKCIOVÉ INDEXY (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI svět (v USD)	4,6	-3,7	17,7	8,0	35,7	73,4	5,2
MSCI rozvíjející se trhy (v USD)	-16,6	-6,6	4,6	8,1	53,7	37,2	14,6
MSCI US (v USD)	7,6	-6,5	22,6	6,9	36,2	80,0	4,1
MSCI Europe (v EUR)	10,1	5,6	10,2	4,6	26,4	66,2	6,0
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	-15,2	-2,6	5,7	7,9	46,1	39,3	12,9
STOXX Europe 600 (v EUR)	9,0	4,8	10,4	4,7	26,9	64,5	6,0
DAX 40 (Německo, v EUR)	-5,1	10,0	12,3	18,9	15,2	58,9	-0,3
MSCI Italy (v EUR)	7,0	15,0	31,7	13,0	39,4	148,7	7,1
ATX (Rakousko, v EUR)	8,9	2,6	14,7	16,6	55,1	126,5	10,9
SMI (Švýcarsko, v CHF)	14,3	-5,1	2,1	7,3	18,1	38,0	2,6
S&P 500 (USA, v USD)	9,4	-5,8	22,2	6,9	36,3	83,6	4,2
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-4,7	7,7	31,8	-7,0	72,4	118,4	17,7
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-18,5	3,4	-11,7	9,2	29,6	6,0	3,0

## INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

Státní dluhopisy USA desetileté (v USD)	-9,6	-2,3	-4,9	6,8	5,4	-5,4	0,3
Německé státní dluhopisy desetileté (v EUR)	-9,4	-11,0	2,2	2,9	-1,0	-15,9	0,2
Státní dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	-8,4	-10,3	3,7	4,0	0,3	-10,9	0,1
Podnikové dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	-7,3	-6,1	5,8	5,8	2,5	0,0	0,4

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

Státní dluhopisy USA desetileté (v USD)	135	62	108	-30	-8	266	11
Německé státní dluhopisy desetileté (v EUR)	112	162	4	-5	52	322	12
Státní dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	111	177	-6	-11	42	311	14
Podnikové dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	161	207	-37	-44	31	314	18

## SMĚNNÉ KURZY EURA (ZMĚNA V %)

Americký dolar (EUR–USD)	-10,1	1,1	-2,7	6,4	3,5	-2,3	0,1
Britská libra (EUR–GBP)	-3,9	6,3	-2,9	0,3	1,4	0,8	-0,2
Švýcarský frank (EUR–SFR)	-7,0	-4,3	-1,3	-4,3	-1,1	-16,4	-1,3
Japonský jen (EUR–JPY)	6,0	6,5	11,7	-1,7	15,4	43,7	1,5

## KOMODITY (ZMĚNA V %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	9,3	2,5	18,9	37,4	43,9	162,5	10,8
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	31,5	-21,3	6,1	-8,1	42,0	39,5	11,2
Zlato (v USD za ryzí unci)	10,0	2,4	19,7	38,7	45,3	170,3	11,0
Ropa (Brent, v USD za barel)	60,3	-24,1	7,6	-22,0	40,6	42,5	57,1

**Zdroj:** Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 20. dubnu 2026)

**Poznámka:** Minulé hodnoty a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků. Indexy nelze zakoupit, proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny. Takzvané syntetické dluhopisy se vypočítávají tak, aby odrážely výkonnost státních dluhopisů s pevnou splatností. V každém případě se jako referenční hodnota pro možnost výnosu (výnosovou příležitost) syntetického dluhopisu použije „nejvhodnější“ reálný federální dluhopis v příslušném období. Vývoj očekávaného výnosu do doby splatnosti je uveden za následujících podmínek: obsluha úrokových plateb, odkup v souladu s podmínkami a držba do splatnosti. V tomto ohledu jde o výnosovou příležitost. Výnosové příležitosti odrážejí to, jak investoři odlišně hodnotí rizika spojená s příslušnými produkty nebo zeměmi (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují náklady. V případě měn a komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu.



**UniCredit S.p.A.**

Investiční institut společnosti UniCredit

**Adresa**

Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Milán

**E-mail**

[the-investment-institute@unicredit.eu](mailto:the-investment-institute@unicredit.eu)

**On-line**

[www.the-investment-institute.unicredit.eu](http://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 Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis  
CIO, Německo

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Oliver Prinz  
CIO, Rakousko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli  
vedoucí oddělení  
makroekonomických analýz

Daniel Vernazza

**VEDOUcí REDAKTOR**

Chiara Silvestre

Michael Teig

**VÝROBA**

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

# Právní upozornění

## Slovníček pojmů

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

## Marketingové sdělení

Tato publikace/video je marketingovým sdělením společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank GmbH (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“), které je určeno široké veřejnosti a poskytováno zdarma pouze pro informační účely. Předmětné sdělení nepředstavuje investiční doporučení ani poradenství ze strany skupiny UniCredit a rozhodně nejde o žádnou nabídku určenou veřejnosti ani o výzvu k nákupu nebo prodeji cenných papírů. Informace obsažené v tomto dokumentu nejsou investičním výzkumem ani finanční analýzou, protože kromě toho, že obsahují pouze vybrané skutečnosti, nejsou zpracovány v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k prosazování nezávislosti investičního výzkumu, a nevztahuje se na ně zákaz obchodování před šířením investičního výzkumu.

UniCredit Group, včetně všech společností této skupiny, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím uvedeným v tomto dokumentu. Příslušné informace o zájmech a pozicích skupiny UniCredit jsou dostupné na této webové stránce: <https://www.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 21. dubnu 2026.