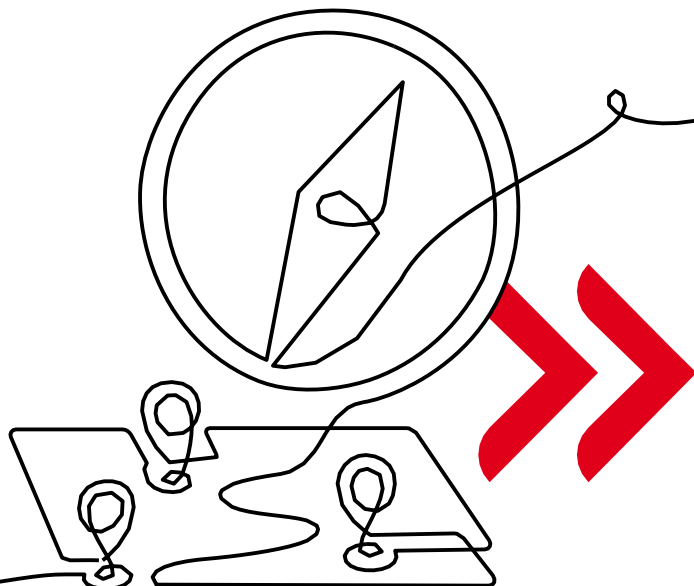


Kontrolní bod

3. června 2026



Warshův Fed

Ve Fedu začíná nová éra ve velmi neobvyklém politickém prostředí. Novým předsedou Federálního rezervního systému se stal Kevin Warsh. Jeho potvrzení do funkce bylo nejrozporuplnější v historii této centrální banky a prošlo Senátem téměř čistě stranickým poměrem hlasů 54 ku 45. Pro srovnání, Jerome Powell byl schválen poměrem 84:13, Janet Yellen poměrem 56:26 a dokonce i opětovné jmenování Bena Bernankeho z dob krize prošlo Senátem poměrem 70:30. Prezident Donald Trump během slavnostní přísahy nenápadně vyzval k uvolnění měnové politiky: „Kevin chápe, že když se ekonomice daří, je to, ehm, je to dobrá věc.“

Warsh je jistě kompetentní centrální bankéř. Trvalý politický tlak ze strany prezidenta Trumpa (zejména pokud bude i nadále tak explicitní jako v posledních měsících) však může vyvolat dojem, že jeho ekonomické argumenty pro uvolnění měnové politiky mohou ve skutečnosti maskovat politické úvahy.

Stačí se podívat na boom umělé inteligence. Před svým jmenováním Warsh vyzval k preventivnímu snížení sazeb s tím, že rozmach produktivity způsobený umělou inteligencí by ospravedlnil vstřícnější postoj. Při bližším zkoumání se však zdá, že toto zdůvodnění zdaleka nestojí na pevných základech.

Ačkoli lze očekávat, že umělá inteligence časem zvýší produktivitu, rozšíří nabídkové hranice ekonomiky a vyvolá dezinflační tlak, krátkodobá dynamika se zdá být zcela odlišná. Umělá inteligence se zatím jeví spíše jako pozitivní poptávkový šok než pozitivní nabídkový šok. Firmy spojené s umělou inteligencí investují velké prostředky (řádově biliony amerických dolarů) do budování potřebné infrastruktury, což je proces, který je ze své podstaty inflační (vyžaduje stavební dělníky, suroviny, energii atd.). Firmy, které zavádějí umělou inteligenci, zároveň často duplikují náklady, protože zachovávají staré procesy a pracují na integraci nových technologií, ale ještě zdaleka nedosáhly významného zvýšení efektivity.

Navíc hrozí, že v důsledku Warshova odmítání tradičních makroekonomických modelů ve prospěch úsudků a výhledových ekonomických analýz (např. budoucího dopadu technologických změn), trhy přijdou o koherentní rámec pro interpretaci kroků Fedu a bude příliš využíváno volné uvážení. V tomto kontextu, pokud by se úrokové sazby vůbec měly pohybovat, by bylo možné argumentovat spíše ve prospěch vyšších než nižších sazeb.

Rizikem pro trhy je větší volatilita. Centrální banka bude nejen méně jednoznačná a předvídatelná, ale také její rozhodovací proces bude méně transparentní, méně ukotvený v zavedených analytických rámcích a náchylnější k formálnímu nesouhlasu.

Manuela D'Onofrio
předsedkyně
Investičního institutu

Fabio Petti
spolupředseda
Investičního institutu

Edoardo Campanella
ředitel a šéfredaktor
Investičního institutu

POHLEDY INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ

2

Alokace aktiv

GEOPOLITICKÉ AKTUALITY

3

Rozhovor s...
Carlem Bildtem

TÉMA 1

4

Jak bude vypadat Warshův Fed?

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

7

VÝVOJ NA TRHU

8

Šum a signál

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

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY

15



Pohledy investičních ředitelů

Alessandro Caviglia (Itálie), Erik Haubold (Německo), Martin Mayer (Rakousko)

Navzdory nejistotě spojené s ukončením konfliktu v Perském zálivu akciové trhy nadále projevují mimořádnou důvěru v jeho dočasnost. Prezident Donald Trump si je v konečném důsledku vědom, že tato otázka není mezi jeho voliči populární, a s blížícími se listopadovými volbami bude mít stále větší váhu. Existují však spíše technické, méně geopolitické faktory, které pozitivní postoj investorů ospravedlňují. Zaprvé, na světové akciové trhy má v současné době největší vliv technologický sektor a sektor financí. Tato dvě odvětví jsou pravděpodobně nejdál od epicentra energetické krize a jsou schopna lépe odolávat otřesům tohoto druhu, zejména pokud se ukáže, že je takový otřes krátkodobý. Hlavní akciové indexy navíc vykazují historicky vysokou míru koncentrace pouze v několika málo akcích. To by mohlo být interpretováno jako potenciální známka slabosti. Výsledky hospodaření těchto několika společností by navíc mohly ovlivnit celý index, a tím i celkovou náladu na trhu.

V poslední výsledkové sezoně byly výsledky společností většinou kladné nebo nad očekávání. Kromě toho jsou společnosti s největší kapitalizací globální povahy. Například mnoho evropských společností kótovaných v Paříži, Frankfurtu a Miláně generuje velkou část svých příjmů mimo Evropu a případné zpomalení domácí ekonomiky by je ovlivnilo méně. Kombinace těchto technických faktorů způsobuje, že akciové trhy jsou na jedné straně mnohem odolnější vůči makrofaktorům a na druhé straně extrémně závislé na mikrofaktorech, a tedy na výsledcích konkrétních podniků. V případě akcií celkově zachováváme konstruktivní výhled, přičemž pozitivněji hodnotíme rozvíjející se trhy.

Naopak trh dluhopisů se nemůže vyhnout makroekonomickým faktorům růstu a inflace, neboť ty určují měnověpolitická rozhodnutí centrálních bank. Zachováváme proto opatrný postoj ke státním dluhopisům vyspělých zemí, zejména když uvážíme, že se nacházíme v historické fázi synchronní fiskální expanze v západním světě. Jakékoli obavy ohledně udržitelnosti zadlužení by tak mohly ovlivnit úroveň výnosů na dlouhém konci křivky.

ALOKACE AKTIV

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

	PODVÁŽENÍ	NEUTRÁLNÍ	NADVÁŽENÍ
Globální akcie		●	
Akcie USA		●	
Evropské akcie		●	
Akcie asijsko-pacifického regionu (rozvinuté trhy ¹⁾)		●	
Akcie rozvíjejících se trhů			●
Globální dluhopisy		●	
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)			●
Peněžní trhy		●	
Alternativy		●	
Bitcoin		●	
Komodity		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

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





Rozhovor s... Carlem Bildtem

bývalým švédským premiérem



Rozhovor ze dne 27. května v rámci série webinářů „40 minut s...“. Níže je uveden upravený výňatek z přepisu. Záznam najdete [zde](#).

Edoardo Campanella: Vstupujeme do světa G nula, kde nikdo nevládne, nebo do světa G2, kde USA a Čína koordinovaně řídí mezinárodní systém?

Carl Bildt: Myslím, že nejsme ani v jednom z nich. Nemyslím si, že jsme ve světě G2. Američané a Číňané jsou zaneprázdněni řešením svých vlastních dvoustranných vztahů. Jak jste však viděli na nedávném setkání v Pekingu, jejich ambice a schopnost ovlivňovat širší globální vývoj se zdají být poměrně omezené. To souvisí také s omezenou mocí Spojených států, která se dnes výrazně projevila na Blízkém východě. Jsme ve světě G nula? To by znamenalo, že nikdo nestojí v čele. Ne tak docela. Stále máme prvky multilateralismu, které fungují. Evropská unie je v současné době poměrně úspěšná při vedení obchodních jednání po celém světě a budování sítí důvěryhodných partnerství v oblasti globálního obchodu. Je to tedy velmi matoucí obrázek. Jednoznačně jsme jeden globální řád opustili, ale nevstoupili jsme do nového. Nacházíme se v období zmatků a nejistoty, které nás, obávám se, bude provázet ještě nějakou dobu.

Edoardo Campanella: Od ledna je Trumpova administrativa aktivní v různých vzdálených regionech – ve Venezuele, Grónsku a Íránu. Vidíte nějakou geostrategickou provázanost?

Carl Bildt: Jsou zde prvky soudržnosti, ale také prvky naprostého chaosu. Pokud se podíváte na Národní bezpečnostní strategii pro rok 2025, první prioritou byla západní polokoule. Šlo tedy o jakousi aktualizovanou Monroeovu doktrínu. To vysvětluje Venezuelu. Grónsko však bylo spíš Trumpovým osobním nápadem. USA tam měly strategické zájmy již dlouho, ale myšlenka na jeho ovládnutí – dokonce i silou – byla velmi neobvyklá. Druhou prioritou strategie byla Čína, pak Evropa, a nakonec Blízký východ. Přestože Trump prohlásil, že chce snížit angažovanost na Blízkém východě, vstoupil tam do nových konfliktů. To je v rozporu s dlouhodobou strategií USA. Takže nevidím jasnou jednotící logiku.

Edoardo Campanella: Podívejme se na Írán. Dočkáme se brzy dohody?

Carl Bildt: Myslím, že nějakou dohodu dostaneme, ale ne komplexní. Konflikt bude v různých podobách přetrvávat. Trump očekával rychlé vítězství, stejně jako Putin na Ukrajině. Žádný z cílů však nebyl splněn. Režim zůstává, jaderná otázka není vyřešena a v Hormuzském průlivu se objevil nový problém. Možná dojde k dohodě o stabilizaci loďní dopravy, ale širší otázky zůstanou po nějakou dobu nevyřešeny.

Edoardo Campanella: Jak bude Blízký východ vypadat za pět let?

Carl Bildt: Nebude stabilní, ale snad to nebude ani úplný chaos. Budou tam prvky obojího. Hlavní roli bude hrát Izrael, který zaujal agresivnější postoj. Írán bude stále přítomen. Sýrie zůstane sporná, Jemen komplikovaný a regionální rivalita, například mezi Abú Zabí a Rijádem, bude pro konflikty i nadále určující. Takže: žádná stabilita, žádný naprostý chaos, ale žádný mír.



Jak bude vypadat Warshův Fed?

Autoři: Daniel Vernazza, Luca Cazzulani, Roberto Mialich

Předsedou Fedu se stal Kevin Warsh, který nahradil Jeroma Powella. Co ale Warsh udělá? Nejistota ohledně toho, co si skutečně myslí a jaké změny ve Fedu by mohl přinést, je vysoká. Tento bývalý inflační jestřáb z dob, kdy byl od listopadu 2006 guvernérem Fedu, v uplynulém roce tvrdil, že rozmach produktivity, který přinese umělá inteligence, bude deflacioní a mohl by umožnit snížení úrokových sazeb, což nejspíš hrálo velkou roli v tom, že ho prezident Donald Trump nominoval na post předsedy Fedu. V následujícím textu se zabýváme našimi očekáváními ohledně Fedu pod Warshovým vedením.

1. Obhajoba nezávislosti a politiky založené na konsenzu

Očekáváme, že Warsh bude hájit nezávislost Fedu a zachová konsenzuální povahu politických rozhodnutí. To bude přinejmenším náročné, protože Trump opakovaně požadoval snížení úrokových sazeb. Warsh však nebude vázán tím, co Trumpovi řekl nebo neřekl při rozhovorech během své kandidatury na post předsedy Fedu. Především se nebude chtít zapsat do historie jako další Arthur Burns, který vedl Fed v letech 1970–1978 a je všeobecně známo, že podlehl politickému tlaku na snížení úrokových sazeb (a inflace prudce vzrostla).

I kdyby Warsh Trumpovým požadavkům ustoupil (což je nepravděpodobné), není v jeho pravomoci rozhodovat o měnové politice, kterou namísto toho určuje 12 hlasujících členů Federálního výboru pro volný trh (FOMC). V současné době je Federální výbor pro volný trh rozdělen, ale nikdo po snížení sazeb nevolá. Guvernér Fedu Christopher Waller, který dříve zastával holubičí politiku a patřil mezi poslední čtyři kandidáty, které Trump na post předsedy Fedu zvažoval, nyní změnil rétoriku na jestřábí, když řekl: „Nemohu již vyloučit další zvyšování sazeb, pokud inflace brzy nepoleví.“

2. Snížení úrokových sazeb se odkládá

Warsh se vyslovil pro to, aby se při rozhodování o úrokových sazbách přešlo na myšlení zaměřené víc do budoucnosti než na zpětně orientovanou závislost na datech. Bude však velmi obtížné současný Federální výbor pro volný trh přesvědčit, aby podpořil změnu úrokových sazeb z pouhého rozmaru. Budou se zabývat získanými údaji a zjišťovat, zda data hovoří pro určitý konkrétní vývoj.

Ekonomické prostředí v nejbližší době snížení sazeb nepřeje. Nabídkové šoky způsobené cly a v poslední době i válkou v Íránu zvýšily celkovou inflaci výrazně nad 2% cíl a do blízkosti 4 %. Na dubnovém slyšení v Senátu Warsh tvrdil, že Fed by měl věnovat větší pozornost „zkráceným průměrům“ inflace (které odstraňují extrémní cenové pohyby), než jádrové inflaci (která odstraňuje volatilní ceny potravin a energií). Při měření podle zkráceného průměru se inflace obvykle pohybuje o něco níž než jádrová inflace, což by mohlo být pro centrální banku základem pro „prohlédnutí“ jednorázových cenových pohybů, včetně těch, které vyplývají z cel a mají dopad na ceny základního zboží. Inflační očekávání, včetně těch tržních, se však také zvýšila. A trh práce poté, co nabídka ve 2. a 3. čtvrtletí 2025 začala převyšovat poptávku, vykazuje známky stabilizace.

Warsh již dříve tvrdil, že rozmach produktivity umělé inteligence by měl deflacioní charakter, což by v případě, že by to byla pravda, mohlo usnadnit snižování úrokových sazeb. V blízké budoucnosti to však zřejmě nebude platit, protože silné investice do umělé inteligence (s cílem využít výhod nové technologie a s ohledem na očekávaný vyšší růst produktivity, který zvýší návratnost investic) zvýší agregátní poptávku a zvýší ceny vstupů souvisejících s umělou inteligencí, jako jsou zařízení na zpracování dat a software.

V dlouhodobém horizontu není inflace řízena reálnými veličinami, jako je produktivita, ale měnovou politikou (jak slavně řekl Friedman, inflace je vždy a všude měnovým jevem). Je teoreticky nejednoznačné, jaký dopad bude mít rozmach produktivity způsobený umělou inteligencí na reálnou neutrální úrokovou míru. Vzestupný účinek by mohla mít vyšší produktivita – v základních ekonomických modelech hospodářského růstu, jako jsou Ramsayho a Solowův



model, se úroková míra rovná míře růstu (produktivity) ekonomiky. Existují však představitelné kompenzační účinky tlačící přirozenou úrokovou míru směrem dolů. Umělá inteligence asi zvýší podíl kapitálu na příjmech (protože zisky z umělé inteligence budou mít vlastníci kapitálu, nikoli práce) a vlastníci kapitálu mají nižší mezní sklon ke spotřebě, což bude tlačit dolů agregátní poptávku a reálnou přirozenou úrokovou míru. Domácnosti, které se obávají o jistotu zaměstnání, by také mohly zvýšit své preventivní úspory, což by tlačilo neutrální úrokovou sazbu dolů.

V našem základním scénáři Fed sníží sazby v tomto roce pouze jednou (v prosinci) a poté je bude držet po celý rok 2027. Přesto ekonomika snížení sazeb ve skutečnosti nepotřebuje a hrozí, že Fed ponechá sazby na stejné úrovni.

3. Omezení komunikace

Při slyšení v Senátu se Warsh vyjádřil kriticky o komunikaci Fedu a patrně udělá změny. Není příznivcem „bodového grafu“ a tvrdí, že tento graf může svazovat ruce osob určujících sazby. Domnívá se rovněž, že představitelé Fedu příliš mnoho mluví a poskytují příliš mnoho pokynů, a zdálo se, že je otevřený případnému omezení tiskových konferencí po zasedání FOMC.

Warsh velmi pravděpodobně učiní změny v komunikaci Fedu, protože FOMC zřejmě čekají změny, které nový předseda přinese, ale tyto změny budou nejspíš omezené a pochybujeme, že Warsh sníží počet tiskových konferencí vzhledem k dobře zdokumentovaným přínosům transparentnosti a vysvětlování reakční funkce Fedu trhům. Předseda bude mít také malý vliv na množství projevů a komentářů ostatních členů FOMC.

4. Nižší bilanční suma

Warsh se netají přáním snížit objem bilanční sumy Fedu a přesunout složení rozvahy Fedu směrem ke krátkodobějším aktivům. Poznamenal, že bilanční politika má tendenci přinášet nepřiměřený prospěch nejbohatší části populace, zatímco politika úrokových sazeb ovlivňuje širší část domácností. Snížování bilance by mělo probíhat postupně a mělo by být koordinováno s ministerstvem financí. To je v souladu s naším názorem, protože zmenšování bilanční sumy v období výrazného zadlužování vlády by mohlo vyvolat nepřiměřený tlak na finanční trhy. Jakékoli rozhodnutí o snížení bilanční sumy by muselo být podpořeno většinou členů FOMC a asi by bylo postupné, zejména proto, že by mohlo vyvolat tlak na růst výnosů amerických státních dluhopisů.

Dopad na trh

Očekávání trhu ohledně politiky Fedu byla od začátku války volatilní a měnila se od očekávaného snížení sazeb až zhruba po 25bp zpřísnění, které je v současnosti již započítáno. V nejbližším období budou očekávání zřejmě i nadále záviset na datech. Dokud inflace zůstane na vysoké úrovni, ceny energií pod tlakem a ekonomické údaje budou houževnatě odolávat negativním vlivům, je nepravděpodobné, že by nový předseda prosazoval snížení sazeb. V posledních týdnech několik členů bankovní rady signalizovalo, že se jim nelíbí tendence k uvolňování měnové politiky, což posiluje názor, že současné prostředí není příznivé pro diskusi o uvolnění měnové politiky. Warsh navíc zdůrazňoval svou nezávislost na prezidentovi; jakékoli brzké prosazování nižších sazeb by mohlo ohrozit jeho důvěryhodnost.

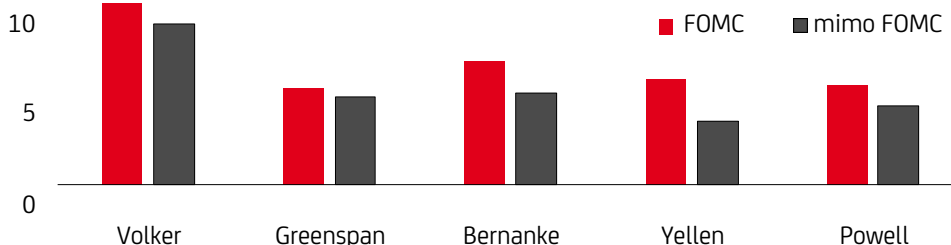
Warsh také naznačil, že by rád změnil komunikaci Fedu. Tvrdil, že úředníci hovoří příliš často, zejména prostřednictvím podrobných pokynů pro budoucnost, což může vytvářet implicitní předběžné závazky a omezovat flexibilitu politiky. Méně častá komunikace mezi zasedáními a snížené řízení očekávání by mohly zvýšit volatilitu výnosů v souvislosti s oznámeními FOMC. Naopak omezení tiskových konferencí po zasedání FOMC může zmírnit reakce trhu tím, že poskytne méně rozsáhlý soubor informací.

Historicky je volatilita výnosů vyšší ve dnech zasedání FOMC než ve dnech mimo zasedání FOMC, což odpovídá zveřejňování nových informací. Volatilita během Powellova působení však byla nižší než za Yellena a Bernankeho, což naznačuje, že pravidelná komunikace po zasedání pomáhá mírnit reakce trhu.



GRAF 1.1: JAK REAGUJÍ VÝNOSY UST NA FED?

PRŮMĚRNÁ ZMĚNA VÝNOSU DESETILETÝCH UST VE DNECH ZASEDÁNÍ FOMC A MIMO NĚ (ABSOLUTNÍ HODNOTA, bb)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Graf ukazuje průměrnou absolutní změnu výnosů desetiletých amerických státních dluhopisů UST ve dnech zasedání FOMC a mimo ně. Mimořádná zasedání jsou ze vzorku vyloučena.

Snižování bilanční sumy bude asi probíhat postupně a ve střednědobém horizontu ovlivní výnosovou křivku především prostřednictvím termínových premií. Klíčové jsou dva body.

Zprvu, každá úprava bude navržena tak, aby minimalizovala volatilitu trhu. Ačkoli Warsh může usilovat o snížení tlaku na růst cen finančních aktiv plynoucího z vysoké bilanční sumy, Fed má i nadále na paměti finanční stabilitu a bude se snažit tyto cíle vyvážit.

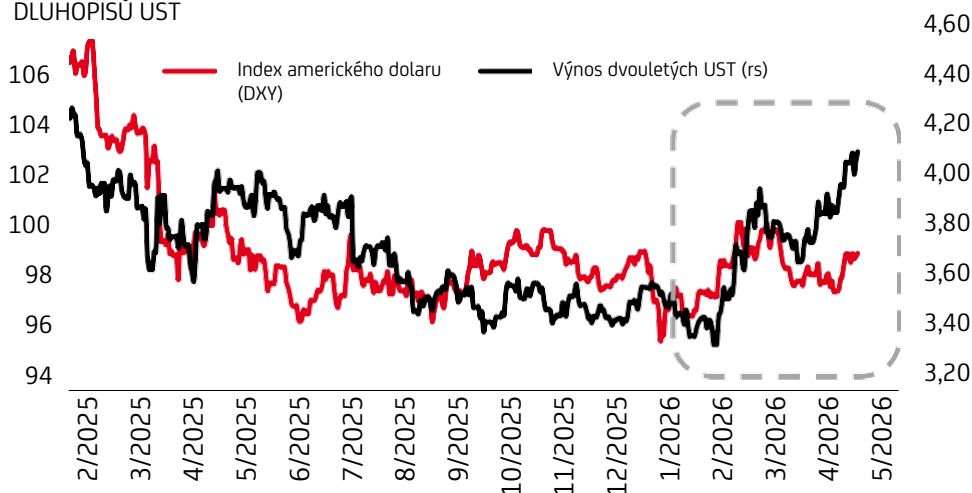
Za druhé, před zahájením snižování bilanční sumy musí Fed zajistit, aby byla dostatečně uspokojena poptávka bank po rezervách. V opačném případě by kontrakce mohla vyvolat nezamýšlený tlak na růst sazeb peněžního trhu a oslabit transmissi měnové politiky.

Na devizové straně neočekáváme, že by změna na postu předsedy Fedu měla na americký dolar okamžitý a zásadní dopad. Výhled amerického dolaru bude nejspíš záviset na vývoji na Blízkém východě a dolaru se může opět dařit méně, až zmizí riziková premie podporovaná válkou. Vyšší dlouhodobé výnosy podél výnosové křivky by však mohly potenciální ústup USD zpomalit vzhledem ke zvýšené korelaci mezi oběma veličinami, jak ukazuje graf 1.2 níže, kde je index amerického dolaru (DXY) vynesena proti výnosu dvouletých UST.

Při pohledu do budoucna se jako nejkritičtější faktor ovlivňující americký dolar jeví faktická nezávislost Fedu. Předseda Fedu Kevin Warsh byl během svého působení ve funkci guvernéra Fedu považován za jestřába. Pokud tedy tento postoj v rámci FOMC zachová, USD na tom asi neprodělá. Dolar však může oslabit, pokud vznikne premie spojená s důvěryhodností centrální banky. Co se týče měnové politiky, forwardové sazby v USA ukazují na budoucí mírné zpřísnění ze strany Fedu, zatímco my stále očekáváme snížení sazeb v prosinci – tento scénář by mohl investory zaskočit a působit na USD jako brzda.

GRAF 1.2: NÁVRAT CITLIVOSTI USD NA VÝNOSY UST

INDEX AMERICKÉHO DOLARU (DXY) A VÝNOS DVOULETÝCH AMERICKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ UST



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit





1 Ropa: Vážné narušení dodávek, křehké obnovení rovnováhy

Po třech měsících konfliktu na Blízkém východě přerušení dodávek spojená s omezenými toky přes Hormuzský průliv nadále způsobují výraznou volatilitu na trzích s ropou. Referenční ceny prudce kolísaly v reakci na měnící se signály ohledně potenciální dohody mezi USA a Íránem. Ačkoli kumulativní ztráta dodávek z Perského zálivu je bezprecedentní, skutečná nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou byla částečně zmírněna destrukcí poptávky, koordinovaným uvolňováním zásob a změnou konfigurace obchodních toků, přičemž vývoz z oblasti Atlantiku výrazně vzrostl, aby zásoboval trhy na východ od Suez. Trh by měl zůstat v deficitu po většinu roku 2026 s postupným vyrovnáváním ke konci roku. Zásadní je, že rozsah kumulativního vyčerpání zásob ukazuje na delší období nedostatku i po normalizaci nabídky. Náš hlavní scénář předpokládá alespoň částečné obnovení toků, což umožní postupné zmírnění cen na zhruba 90 USD/barel do konce roku.

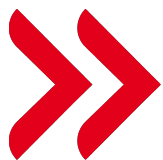
2 ECB: Červnové zvýšení sazeb je hotovou věcí

Zvýšení sazeb v eurozóně se blíží. Vzhledem k našemu očekávání, že inflace se bude ve 2. pololetí roku 2026 pohybovat v průměru kolem 3,5 %, ekonomika se vyhne recesi a trh práce zase poklesu, je velmi pravděpodobné, že ECB na svém příštím zasedání 11. června zahájí zpřísňování měnové politiky. Několik vlivných členů Rady guvernérů již naznačilo, že se zvýšení sazeb chystá. Klíčovou otázkou je, co se stane s úrokovými sazbami po červnu. Odpověď závisí především na vývoji války a cen energií. Pokud se ukáže jako správný náš předpoklad, že ceny energií začnou do léta klesat, ECB patrně zpřísní měnovou politiku jen mírně, a to ze tří důvodů. Zaprvé, inflační očekávání zůstávají pevně ukotvena. Zadruhé, finanční podmínky se již zpřísnily v důsledku vyšších dlouhodobých výnosů, což snižuje tlak na ECB, aby jednala agresivně. Zatřetí, existují jen omezené důkazy o sekundárních účincích na mzdy, což snižuje riziko širšího přelévání vyšších cen energií na neenergetické zboží a služby. V září proto dojde ke konečnému zvýšení sazeb, čímž se depozitní sazba dostane na 2,50 %, což je horní hranice pravděpodobného neutrálního pásma.

3 Fed: Konec tendence k uvolňování měnové politiky

Zasedání Fedu ve dnech 16. a 17. června bude prvním, kterému bude předsedat Kevin Warsh. Výbor stanovující úrokové sazby (FOMC) téměř jistě ponechá úrokové sazby na stabilní úrovni a cílové rozpětí pro sazbu federálních fondů ponechá na úrovni 3,50–3,75 %. Inflace se výrazně zvýšila, přičemž celková inflace PCE v dubnu dosáhla 3,8 % a jádrová inflace 3,3 %. Velkou otázkou tohoto zasedání Fedu je, zda FOMC v prohlášení po zasedání upustí od svého implicitního příklonu k uvolňování měnové politiky. Ještě v dubnu výbor zachoval tento zmírňující postoj, ale tři hlasující členové (Beth Hammack, Neel Kashkari a Lorie Logan) se vyslovili pro neutrální postoj. Domníváme se, že tendence k uvolňování bude na zasedání příští týden pokračovat, což by mělo pomoci důvěryhodnosti Kevina Warshe v boji proti inflaci. Stále očekáváme, že Fed v prosinci sníží sazby za předpokladu, že ceny ropy začnou od léta postupně klesat, ale pravděpodobnost nečinnosti Fedu je vyšší.



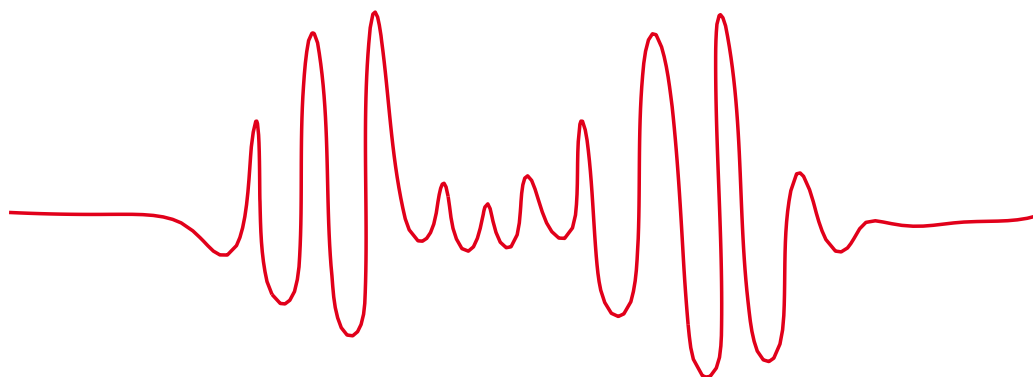


Vývoj na trhu

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

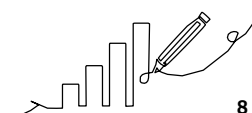
Šum...

Odolná výkonnost trhu vedla k osmitýdenní vítězné sérii indexu S&P 500, který dosáhl nového historického maxima, podpořeného silným vzestupným trendem akcií polovodičů. Sentiment ohledně řešení konfliktu mezi USA a Íránem se zlepšil po konstruktivních zprávách o pokroku v jednáních. Ceny energií a výnosy státních dluhopisů prudce reagovaly na dřívější obavy z eskalace a poté na naději na dosažení dohody. Politická rétorika, zejména z Washingtonu, společně s nejistotou ohledně reakcí centrálních bank na cenové tlaky vyvolané válkou a energiemi, dále zvyšuje složitost situace, která bude zřejmě i nadále ovlivňována 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 revizi směrem k budoucímu růstu nebo očekávání zisků, přičemž nic nenasvědčuje významnému posunu směrem k recesní cenotvorbě. V oblasti cenných papírů s pevným výnosem 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 nedošlo k rozšiřování rozpětí úrokových sazeb, což vypovídá o střednědobém konstruktivním pohledu investorů. Akcie prokázaly pozoruhodnou odolnost, když poklesy zůstaly omezené a následovalo silné zotavení indexu S&P 500, který od svého minima z konce března vzrostl o 17 %. Akcie podpořila silná dynamika růstu zisků, zejména u těch amerických společností, které těží z boomu umělé inteligence. Celkově geopolitika zesílila krátkodobou volatilitu, ovšem nevytlačila hlavní určující faktory, kterými se trhy řídí: odolnost zisků, dynamiku inflace a omezený prostor pro rychlé uvolnění politiky centrální banky. Vzhledem k tomu, že trhy počítají s blížící se dohodou mezi USA a Íránem, mohl by jakýkoli větší neúspěch spojený s obnovením vojenské eskalace investory zaskočit a při obchodování je vést k útěku ke kvalitě a averzi k riziku.



Akcie

Mikroekonomické faktory ukotvují trhy uprostřed makroekonomického šumu

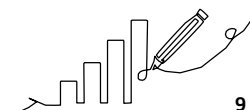
Zachováváme náš konstruktivní výhled pro akciové trhy, i když se zvýšeným důrazem na rozvíjející se trhy a americké akcie. Evropa je vzhledem ke svému odvětvovému složení nejvíc ovlivněna geopolitickými problémy. Celkově však zůstává klíčové, že **pokračující růst zisků by měl být motorem dalšího růstu akciových trhů.**

Akcie USA jsou od eskalace napětí na Blízkém východě v čele globální výkonnosti, a i přes přetrvávající geopolitickou nejistotu nadále vykazují pozoruhodnou odolnost. A to i přesto, že narušení dopravy v Hormuzském průlivu se promítá do globálních dodavatelských řetězců. Schopnost trhu absorbovat tyto šoky bez podstatného zhoršení sentimentu odráží pokračující převahu cyklického vývoje zisků nad makroekonomickými šumy: brzdňý účinek způsobený vyššími náklady na energie je kompenzován nepřerušovanou (a částečně dále se zrychlující) silou investičního cyklu poháněného umělou inteligencí. Růst zisků zůstává silný a je podpořen pozitivním provozním pákovým efektem, trvalou cenovou silou a pokračujícím šířením kapitálových výdajů souvisejících s umělou inteligencí napříč odvětvími. Revize zisků jsou stále příznivější a realizované výsledky nadále překonávají očekávání, což posiluje důvěru v trvalost expanze. Technologie s velkou tržní kapitalizací zůstávají ústředním prvkem strukturálního růstu, ale přírůstek výkonnosti je stále více zajišťován segmenty, které jsou vystavenější cyklickým vlivům. V důsledku toho se trajektorie trhu stává méně závislou na expanzi poměru ceny k zisku určité skupiny společností a je pevněji ukotvena v progresi zisků. Klíčová rizika vyplývají z možného nepříznivého scénáře makroekonomických dopadů: přetrvávajícího inflačního tlaku a vyšších výnosů na kapitálových trzích.

Evropské akcie jsou i nadále silně ovlivňovány geopolitickými riziky, a to zejména prostřednictvím výrazně zvýšených nákladů na energie, kdy od eskalace napětí na Blízkém východě zaostávají za svými globálními protějšky. Narušení dopravy v okolí Hormuzského průlivu se promítá do výhledu výnosů prostřednictvím vyšších nákladů na energie a rostoucí nejistoty v oblasti poptávky. Stejně jako v případě předchozích energetických šoků je přizpůsobování postupné: podniky vyšší vstupní náklady zpočátku absorbují nebo je přenesou dál, ale čím déle zůstávají ceny zvýšené, tím větší je riziko, že poptávka oslabí a revize zisků se rozšíří směrem dolů. Na úrovni indexů tak vzniká vyrovnávací dynamika. Zisky související s energetikou poskytují částečnou podporu, zatímco cykličtější a domácí odvětví čelí tlaku v důsledku zhoršujících se podmínek na straně poptávky. Zároveň omezená expozice Evropy vůči strukturálním faktorům růstu, zejména umělé inteligenci, omezuje její schopnost tyto problémy agregovaně kompenzovat. Přetrvávající vysoké ceny energií navíc hrozí prodloužením inflačních tlaků, což zvyšuje vyhlídky na zpřísnění měnových podmínek a přispívá ke snížení ocenění. To se stále víc odráží v tocích a relativní výkonnosti. Dřívější diverzifikace investorů do evropských akcií se zastavila a kapitál se vrací zpět na trhy, které nabízejí lepší viditelnost zisků a strukturální růst. To se odráží v meziroční výkonnosti evropských akcií, která je nižší než v ostatních regionech, jako jsou rozvíjející se trhy a USA.

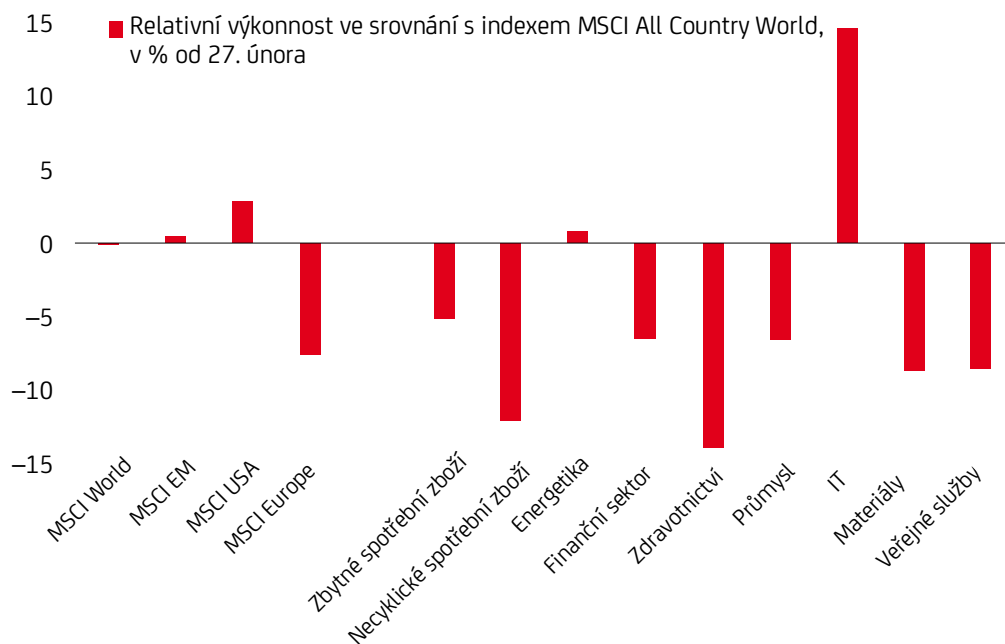
Vedle amerických akcií **se od konce února dařilo i rozvíjejícím se trhům**, i když s větším rozptylem. Nárůst zaznamenaly cenné papíry ekonomik zapojených do dodavatelského řetězce umělé inteligence, zejména Jižní Korea a Tchaj-wan, zatímco trhy vystavenější geopolitickým problémům zaostávaly. Obecněji řečeno, rozvíjející se trhy jsou stále víc ovlivňovány dvojí expozicí vůči umělé inteligenci a komoditám: Asijské trhy těží z propojení s polovodiči a hardwarem, zatímco ostatní zůstávají silně navázané na reálná aktiva. Tato kombinace posiluje roli rozvíjejících se trhů jako diverzifikovaného zdroje globálních výnosů, i když zůstávají citlivé na přísnější podmínky globální likvidity vyplývající z potenciálně vyšších výnosů v USA a silnějšího amerického dolaru.

V **asijsko-pacifickém regionu** zaujímá **Japonsko** strukturálně lepší, avšak navenek citlivou pozici. Japonské akcie se od vypuknutí války v Íránu držely relativně dobře, což bylo podpořeno jejich pákovým efektem, pokud jde o globální investiční cykly. Tuto relativní odolnost posiluje zlepšující se domácí prostředí: rostoucí inflační očekávání (po dlouhém období deflace, známém také jako „ztracená desetiletí“), probíhající reformy správy a řízení společností a trvalý důraz na kapitálovou



efektivnost jsou základem postupného přehodnocování trhu, přestože ekonomika zůstává vystavena obnovené volatilitě cen energií a možnému zmírnění globální poptávky.

GRAF 2.1: AMERICKÝ AKCIOVÝ TRH A TECHNOLOGICKÝ SEKTOR VEDOU VE VŠECH OHLEDECH
POZITIVNÍ VÝKONNOST OD 27. ÚNORA Z VELKÉ ČÁSTI DÍKY SEKTORU IT



Zdroj: LSEG Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit

Cenné papíry s pevným výnosem

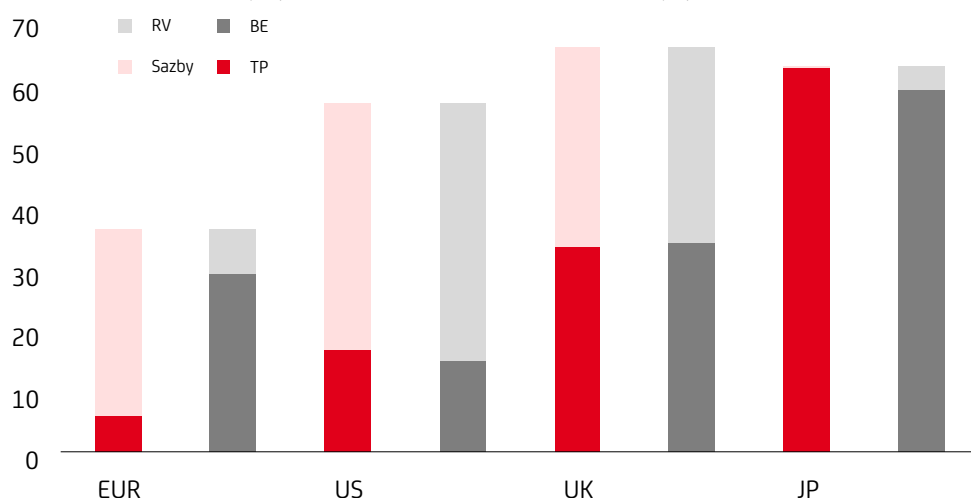
Růst výnosů dluhopisů je způsoben především očekáváním dalších kroků centrálních bank

Výnosy státních dluhopisů od vypuknutí války v Íránu rostou a v posledních týdnech se jejich růst zrychlil, přičemž výnosy desetiletých dluhopisů v USA, Velké Británii a Japonsku dosáhly několikaletých maxim. Většina tlaku na růst byla způsobena očekáváním dalšího zvyšování sazeb ze strany hlavních centrálních bank. Tato dynamika je patrná zejména v USA a ve Spojeném království, zatímco Japonsko vybočuje z řady, neboť očekávání ohledně zpřísnění měnové politiky japonské centrální banky zůstávají relativně stabilní.

Trhy správně spojují vyšší ceny energií s reakcí centrálních bank, což je v souladu s nedávnými sděleními centrálních bank. Vzhledem k tomu, že jde o druhý inflační šok během několika málo let, zaměřují se tvůrci politiky na ukotvení očekávání dříve, než se projeví sekundární efekty. Prudké přecenění očekávání ohledně výše úrokových sazeb centrálních bank také naznačuje, že úprava termínové prémie byla relativně omezená, částečnou výjimkou je Japonsko.

GRAF 2.2: RŮST VÝNOSŮ STÁTNÍCH DLUHOPISŮ PŘEVÁŽNĚ V DŮSLEDKU OČEKÁVANÉ ZMĚNY SAZEB CENTRÁLNÍCH BANK

ZMĚNA DESETILETÉHO BODU RENTABILITY INFLAČNÍ SAZBY (BE), REÁLNÝCH VÝNOSŮ (RV), TERMÍNOVÝCH PRÉMÍÍ (TP) A OČEKÁVANÉ ÚROKOVÉ SAZBY CB (%)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Graf ukazuje změny desetileté breakeven inflační sazby (BE), desetiletých reálných výnosů (RV) a očekávané úrokové sazby centrálních bank v horizontu 12 měsíců.

Pro investory do dluhopisů toto prostředí představuje dva hlavní problémy. Zaprvé, výkonnost dluhopisů je stále více vázána na očekávání ohledně měnové politiky, která jsou sama o sobě velmi citlivá na ceny energií a geopolitický vývoj na Blízkém východě. Přestože se objevují známky možného pokroku směrem k vyřešení konfliktu, nejistota zůstává zvýšená, což obzvláště ztěžuje určení vhodné pozice u dluhopisů.

Zadruhé, vzhledem k tomu, že výnosy jsou primárně určovány politickými očekáváním, dluhopisy by mohly těžit ze zpomalení růstu, ale zůstávají zranitelné vůči dalšímu růstu termínových prémie. Toto riziko je zvláště významné v USA a ve Spojeném království vzhledem k přetrvávajícím vysokým fiskálním deficitům, oslabující fiskální dynamice a křehké politické situaci. Je to však také faktor, který může ovlivnit státní dluhopisy eurozóny.

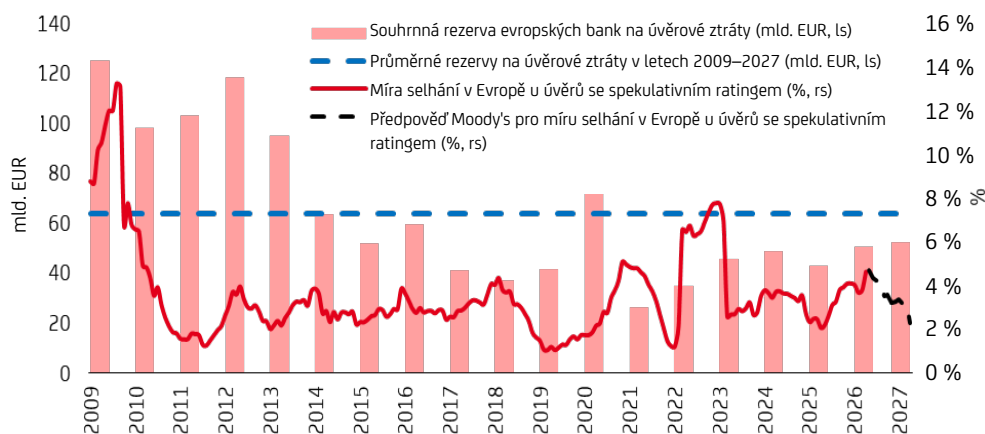
Podnikové úvěry: Spready prozatím odolávají

Evropské rizikové prémie se v posledních několika týdnech normalizovaly a ve většině tržních segmentů se vrátily na úroveň před konfliktem mezi USA a Íránem. Na základě celkového výnosu dosáhly všechny segmenty úvěrového trhu od počátku roku mírně kladných celkových výnosů. Na sektorové úrovni se dařilo automobilům a náhradním dílům, ropě a plynu a základním zdrojům, zatímco technologie, cestovní ruch a volný čas se vyvíjely hůř. Úvěrový trh byl podporován vysokým carry, stále solidními úvěrovými fundamenty, které se potvrdily během současné výsledkové sezony, a také očekáváním, že napětí v Hormuzském průlivu zůstane pod kontrolou a že bude průliv brzy znovu otevřen. Dalším podpůrným faktorem jsou celkově vysoké hotovostní rezervy evropských emitentů, které by měly do budoucna zabránit nárůstu míry selhání. Přestože však byla současná výsledková sezona celkově pozitivní a potvrdila solidní úvěrové ukazatele (protože nedávný vývoj cen energií a dalších vstupů se do úvěrových ukazatelů podniků teprve promítne), zůstáváme u našeho očekávání rozšiřování spreadů až do konce roku. Pokud jde o jednotlivé sektory, ponecháváme doporučení zvýšit podíl základních zdrojů, ropy a plynu a telekomunikace a doporučení snížit podíl automobilů a náhradních dílů, chemikálií, technologií, cestovního ruchu a volného času, protože jsou vystaveny buď diskrečním výdajům, nebo vysokým nákladům na energii.

Úvěrové rozpětí finančních podniků zůstalo rovněž odolné. Sentiment podpořily dobré výsledky evropských bank v 1. čtvrtletí 2026. Zejména výhled čistých úrokových výnosů těžil z vyšší úrovně výnosů a ukazatele kvality aktiv stále vykazují odolný obrázek. Přes vyšší geopolitická rizika byl apetit investorů po obchodech na primárním trhu velmi silný a objem příkazů k nákupu nově nabízených bankovních dluhopisů zůstal velmi vysoký. Úspěšné financování soukromých úvěrových subjektů na kapitálovém trhu snížilo obavy z rizika likvidity soukromé třídy úvěrových aktiv, což rovněž podpořilo náladu týkající se bankovních úvěrů.

GRAF 2.3: REZERVY BANK NA ÚVĚROVÉ ZTRÁTY ZŮSTANOU ODOLNÉ

ODHADY KONSENZU PRO REZERVY BANK NA ÚVĚROVÉ ZTRÁTY V LETECH 2026 A 2027 ZŮSTÁVAJÍ BEZE ZMĚNY



Zdroj: Moody's, Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Graf ukazuje agregované rezervy na úvěrové ztráty (skutečné a konsenzuální odhady) kótovaných bank zahrnutých do indexu STOXX 600 Banks.

SMĚNNÉ KURZY

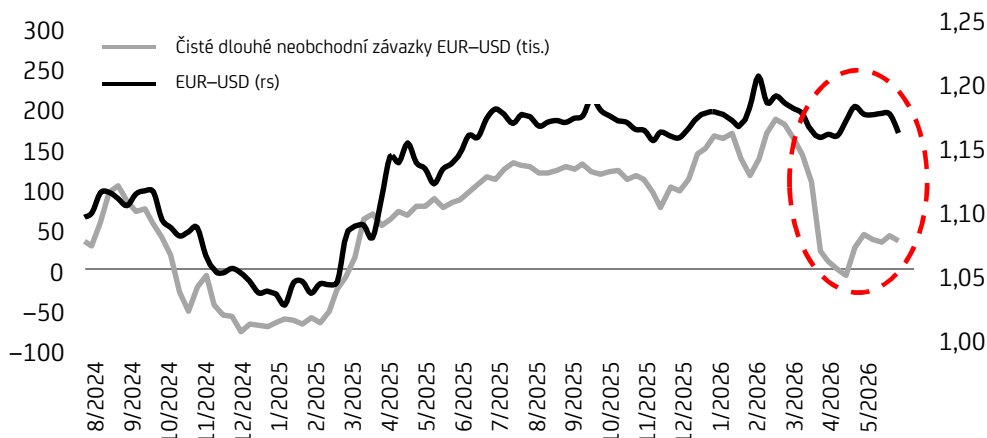
EUR–USD: Blízkovýchodní krize a obavy z inflace jsou stále aktuálními tématy

Výhled pro měnový pár EUR–USD se výrazně nezměnil: hlavním faktorem zůstává krize na Blízkém východě a vzhledem k tomu, že v tomto ohledu nedošlo k výraznému pokroku, investoři pravděpodobně neprolomí současnou patovou situaci. Jen pouhá dohoda o záměru mezi USA a Íránem, která by na dalších 30–60 dní připravila půdu pro možné obnovení formálních jednání na začátku června, se zdá být nesmírně obtížná. Patová situace tak může trvat déle, než trhy očekávaly. Náladu na devizovém trhu nepodporují ani obavy, že Hormuzský průliv nebude brzy znovu otevřen. Riziko vyšší inflační rizikové prémie u amerických státních dluhopisů může pomoci americkému dolaru udržet si svou pozici vůči ostatním hlavním měnám.

V posledních několika týdnech však investoři pouze snížili svou čistou dlouhou expozici u EUR–USD, místo aby se vrátili k čisté krátké expozici. V níže uvedeném grafu je tento pár vyneseno proti neobchodním závazkům obchodníků, které vykazuje Komise pro komoditní obchody (CFTC) na Mezinárodním peněžním trhu (IMM), což je dobrý ukazatel převládajícího sentimentu na trhu. V týdnu končícím 22. května investoři snížili svou čistou dlouhou expozici vůči EUR–USD na 33,5 tis. kontraktů ze 40,2 tis. kontraktů na začátku května, což nepředstavuje příliš silný posun, vezmeme-li v úvahu, že kurz EUR–USD ve stejném období klesl přibližně z 1,1790 na 1,1590. Pár EUR–USD se po neúspěšném růstu nad 1,18 stále obchoduje nad úrovní 1,16. To potvrzuje, že prolomení obchodního pásma od začátku roku mezi maximem 1,2078 (dosaženým v lednu) a minimem 1,1412 (dosaženým v polovině dubna) bude nejspíš obtížné v obou směrech.

Na měnový pár EUR–USD máme nadále mírně pozitivní názor a očekáváme, že napětí na Blízkém východě poleví, čímž americký dolar přijde o svůj status bezpečné světové měny, který měl během tří měsíců konfliktu. Jakmile zmizí riziková prémie způsobená válkou, trhy se nejspíš opět zaměří na nejistotu vyplývající z hospodářské politiky prezidenta Donalda Trumpa. Zásadnější roli mohou hrát očekávání ohledně úrokových sazeb, neboť forwardy nyní předpokládají zhruba dvě zvýšení sazeb ze strany ECB, jak je tomu v našem základním scénáři, oproti jednomu zvýšení do prosince ze strany Fedu. Na druhou stranu stále očekáváme do prosince snížení sazeb v USA, což je scénář, který může stále hrát ve prospěch eura. A konečně Trump se také může pokusit snížit kurz USD před volbami v polovině volebního období na začátku listopadu, aby zlepšil obchodní deficit USA tím, že zvýhodní vývoz nyní, kdy byla cla na dovoz z větší části zmrazena. Podle našeho názoru by případný opětovný vzestup kurzu EUR–USD vedl k tomu, že by se pár pohyboval v blízkosti horní hranice referenčního pásma 1,15–1,20.

GRAF 2.4: PŘETRVÁVAJÍCÍ ČISTÁ DLOUHÁ, NIKOLI KRÁTKÁ POZICE NA TRHU U EUR–USD
EUR-USD A NEOBCHODNÍ ZÁVAZKY NA IMM



Zdroj: LSEG, Investiční institut společnosti UniCredit

Komodity

Ropa

Téměř 80 zemí údajně zavedlo opatření, která mají zmírnit dopady na jejich ekonomiky, protože konflikt s Íránem nadále zatěžuje světové trhy s energií, přičemž zvláštní pozornost je věnována Hormuzskému průlivu. Poptávka po ropě v současnosti převyšuje nabídku, což vede k neustálému snižování zásob. Strategické rezervy zatím pomohly přizpůsobit se nové situaci, ale základní tržní podmínky zůstávají napjaté, zejména v oblasti rafinovaných produktů.

Zdá se, že v nejbližší době dojde k dalšímu kolísání cen, i když nejistý pokrok v jednáních o příměří a vyhlídky na znovuotevření průlivu začaly zmírňovat bezprostřední rizika růstu, avšak předpokládá se, že trhy s ropou zůstanou po zbytek letošního roku napjaté. Náš základní scénář stále předpokládá alespoň částečné obnovení toků, což umožní snížení cen na úroveň kolem 90 USD za barel do konce roku. Tento výhled je částečně zohledněn v očekávaních ohledně prodloužení příměří a znovuotevření průlivu, jež jsou součástí převládajících tržních předpokladů. V případě nepříznivějšího scénáře by dlouhodobé přerušení vývozu z Perského zálivu mohlo ceny ropy stále výrazně zvýšit.

Zemní plyn

Referenční cena zemního plynu v Evropě (TTF) zůstává velmi volatilní a měla by zůstat zvýšená i v případě obnovení dopravy přes Hormuzský průliv, a to kvůli poškození plynárenské infrastruktury během války s Íránem. Cena TTF se v poslední době pohybovala kolem 50 EUR/MWh, ale ve srovnání s cenou ropy Brent byla podhodnocená, a to zejména kvůli prudkému poklesu dovozu LNG v Asii od začátku války v Íránu. Současná situace v oblasti cen plynu se zdá být příliš příznivá, protože evropská sezona doplňování zásob začala pomalu. Zásoby plynu v EU činily na konci května 2026 přibližně 40 %, což je výrazně pod sezonními normami.

Kromě toho by horké léto v Asii kvůli rostoucí poptávce po klimatizaci přitáhlo novou konkurenci pro spotový LNG. Tlak na růst TTF se zvyšuje, protože vývoz plynu z Kataru a Spojených arabských emirátů zůstává v pasti a představuje přibližně 20 % celosvětových dodávek LNG. To postupně snižuje přebytek nabídky, který se očekával na začátku roku. Mělo by to tedy vyvolat rostoucí tlak na růst cen, dokud nedojde k vyřešení konfliktu.

Zlato

Zlato se v poslední době obchodovalo v rozmezí od 4400 do 4700 USD za unci a konsolidovalo pod předchozími maximy, protože obavy z inflace spojené s napětím na Blízkém východě a výhled pevnějších sazeb v USA podpořily reálné výnosy a USD, což zmírnilo krátkodobou dynamiku tohoto drahého kovu. Zároveň však pokles zůstává omezený a zlato se nadále obchoduje výrazně nad úrovněmi ze začátku roku, což ukazuje na odolnou základní poptávku.

Z pohledu budoucího vývoje je pravděpodobné, že krátkodobé směřování bude i nadále určováno očekávanými ohledně úrokových sazeb a dynamikou měn. Ve střednědobém až dlouhodobém horizontu však širší investiční situace zůstává konstruktivní: pevnou strukturální oporu poskytují geopolitická roztříštěnost, zvýšený globální dluh a trvalá poptávka centrálních bank po diverzifikaci rezerv. Ačkoli tedy volatilita v krátkodobém horizontu patrně přetrvá, střednědobý až dlouhodobý výhled pro zlato zůstává pozitivní.



Předpovědní tabulky

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A SALD STÁTNÍCH ROZPOČTŮ

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

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

* Údaje neupravené podle pracovních dnů. Upraveno podle pracovních dnů: 0,3 % (2025), 0,6 % (2026) a 1,5 % (2027).

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

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

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období.



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	1. 6. 2026	3Q26	4Q26	1Q27
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,00	2,50	2,50	2,50
Tříměsíční Euribor	2,28	2,52	2,55	2,55
Dvouleté Schatz	2,63	2,65	2,60	2,50
Desetileté Bund	3,00	3,10	3,00	3,00
Dvouletý EUR swap	2,82	2,85	2,75	2,65
Desetiletý EUR swap	3,04	3,15	3,05	3,05
Rozdíl mezi desetiletým swapem a německými státními dluhopisy	4	5	5	5
Dvouleté BTP	2,79	2,85	2,80	2,70
Desetileté BTP	3,74	3,90	3,80	3,80
Spread 10-letých Bundů a BTP	74	80	80	80
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	3,75	3,75	3,50	3,50
3M OIS SOFR	3,65	3,60	3,42	3,42
Dvouleté UST	4,03	3,75	3,65	3,65
Desetileté UST	4,45	4,40	4,40	4,50
Spread desetiletých Bundů a UST	145	130	140	150

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	1. 6. 2026	3Q26	4Q26	1Q27
EUR–USD	1,16	1,18	1,19	1,20
USD–JPY	159	154	152	150
EUR–JPY	185	182	181	180
GBP–USD	1,34	1,33	1,32	1,32
EUR–GBP	0,87	0,89	0,90	0,91
USD–CNY	6,77	6,85	6,80	6,78
EUR–CNY	7,87	8,08	8,09	8,14

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	1. 6. 2026	Polovina r. 2026	Konec r. 2026
Ropa			
Brent USD/barel	95	100	90
Akcie			
Euro STOXX 50	6 035	6 100	6 400
STOXX Europe 600	621	630	660
DAX	25 003	25 500	26 500
MSCI Italy	126	128	135
S&P 500	7 600	7 500	7 800
Nasdaq 100	30 514	30 000	32 000
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	72	90	95
iBoxx Banks Senior	68	85	90
iBoxx High Yield NFI	265	325	350

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

Podrobné tabulky prognóz naleznete na následujících odkazech:

[Ekonomika](#) > [I FI](#) > [I FX](#) > [I Riziková aktiva](#) >



Vývoj vybraných indexů finančních trhů

Od	1. 6. 2021	1. 6. 2022	1. 6. 2023	1. 6. 2024	1. 6. 2025	1. 6. 2026	1. 1. 2026
do	1. 6. 2022	1. 6. 2023	1. 6. 2024	1. 6. 2025	1. 6. 2026	1. 6. 2026	1. 6. 2026

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ (celkový výnos, v %)

MSCI World (v USD)	-5,3	4,5	24,1	15,1	28,0	80,0	10,7
MSCI Emerging Markets (v USD)	-21,1	-6,9	12,5	12,7	55,1	47,1	25,7
MSCI US (v USD)	-2,9	4,6	27,1	14,9	29,3	90,2	11,1
MSCI Europe (v EUR)	2,0	7,7	17,4	9,5	17,4	66,3	8,0
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	-17,6	-2,8	13,9	13,5	45,5	51,5	23,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	0,6	7,2	17,6	9,8	17,6	64,5	8,0
DAX 40 (Německo, v EUR)	-7,9	10,6	16,7	29,7	4,6	62,8	2,5
MSCI Italy (v EUR)	-0,5	15,8	38,2	23,4	26,8	150,5	10,8
ATX (Rakousko, v EUR)	-0,6	-3,5	27,3	26,9	43,4	124,0	17,7
SMI (Švýcarsko, v CHF)	3,4	1,4	9,7	6,2	14,2	38,9	5,1
S&P 500 (USA, v USD)	-1,0	4,7	26,9	14,4	29,8	93,8	11,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-2,9	16,1	25,9	1,7	77,8	153,4	32,7
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-22,1	-4,6	-3,6	10,4	30,9	4,1	6,2

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ (celkový výnos, v %)

Státní dluhopisy USA desetileté (v USD)	-9,8	-2,2	-3,3	5,7	4,3	-6,6	-0,6
Německé státní dluhopisy desetileté (v EUR)	-11,4	-6,7	-0,5	3,8	-0,2	-14,9	0,8
Státní dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	-10,9	-5,8	1,8	5,1	0,6	-9,8	0,8
Podnikové dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	-9,5	-2,8	5,1	6,5	2,3	0,7	0,8

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

Státní dluhopisy USA desetileté (v USD)	132	67	89	-17	5	284	29
Německé státní dluhopisy desetileté (v EUR)	136	108	37	-13	39	309	8
Státní dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	148	117	20	-26	38	299	10
Podnikové dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	213	141	-23	-61	36	307	18

SMĚNNÉ KURZY EURA (změna v %)

Americký dolar (EUR–USD)	-12,4	-0,1	1,4	4,8	2,7	-4,6	-0,9
Britská libra (EUR–GBP)	-1,3	0,8	-0,5	-1,2	3,1	0,8	-0,6
Švýcarský frank (EUR–SFR)	-6,2	-5,6	0,9	-4,8	-2,5	-17,0	-2,2
Japonský jen (EUR–JPY)	3,5	7,6	14,3	-3,9	13,8	38,6	0,7

KOMODITY (změna, v %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	-3,7	7,1	16,9	38,6	37,4	131,5	5,0
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	6,0	-17,8	16,6	-9,3	42,3	32,8	14,6
Zlato (v USD za ryzí uncí)	-2,9	7,3	17,8	40,1	39,8	140,9	6,2
Ropa (Brent, v USD za barel)	65,5	-36,2	10,1	-22,7	44,0	32,0	51,2

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 1. červnu 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

On-line

www.the-investment-institute.unicredit.eu

VEDENÍ INSTITUTU

Manuela D'Onofrio,
předsedkyně

Fabio Petti,
spolupředseda

Edoardo Campanella,
ředitel a šéfredaktor

AUTOŘI NÁPADŮ

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Itálie

Luca Cazzulani Francesco

Maria Di Bella Loredana

Maria Federico Eszter

Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Erik Haubold,
CIO, Německo

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Martin Mayer,
CIO, Rakousko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
vedoucí oddělení
makroekonomických
analýz

Daniel Vernazza

VEDOUCÍ REDAKTOŘI

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.the-investment-institute.unicredit.eu/en/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 1. červnu 2026.