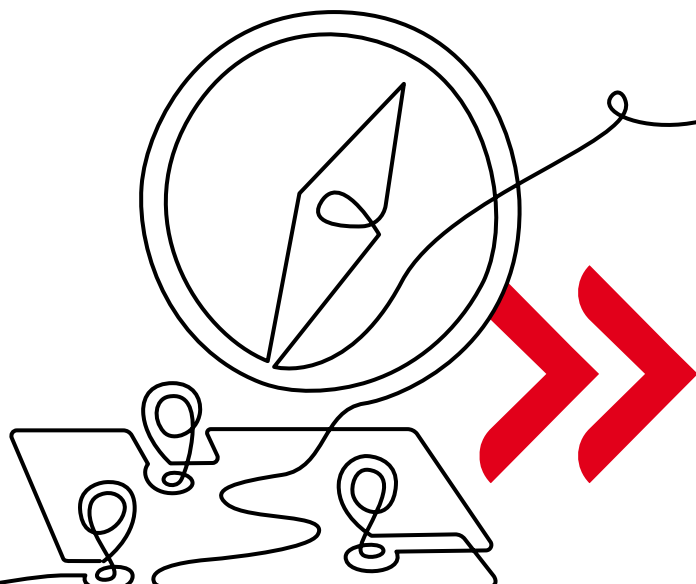


Compass Checkpoint

27. 2. 2025



Prispôsobenie sa svetu Trumpa 2.0

Finančné trhy zaznamenali pozoruhodný začiatok roka 2025. Napriek pretrvávajúcej hospodárskej slabosti v jadre Európy, hrozbe obchodnej vojny s USA a potenciálne rozsiahlym zmenám v bezpečnostnej architektúre Európy sa európske akciové trhy rozbehli a v niektorých prípadoch po niekoľkých týždňoch obchodovania zaznamenali dvojciferné zisky. Európske kmeňové akcie tak jednoznačne prekonali americké kmeňové akcie. Hnacím motorom tohto veľkolepého zotavenia na európskom akciovom trhu je očakávanie, že európske veľké spoločnosti, ktoré sú stále priaznivo ocenené, najmä v porovnaní s americkými kmeňovými akciami, budú v nasledujúcich rokoch po dlhom období nevýraznej výkonnosti vykazovať výrazný rast ziskov.

Akokoľvek môže byť tento vývoj z európskej perspektívy potešujúci, vychádza z konštruktívneho základného scenára, že Trump 2.0 nevynúti žiadne masívne rušivé zmeny v západnej hospodárskej, obchodnej a bezpečnostnej architektúre. Doterajšie udalosti toto očakávanie potvrdzujú. Realizácia colných hrozieb amerického prezidenta Donalda Trumpa, ktorá by viedla k masívnemu narušeniu globálneho obchodu, bola po ústupkoch obchodných partnerov rýchlo zmiernená alebo odložená. Konštruktívny vývoj na trhu naďalej závisí od toho, či sa tento model rokovaní udrží. Ak by sa mnohé z Trumpových predvolebných sľubov zrealizovali, malo by to rušivé dôsledky pre USA aj pre zvyšok sveta.

Európa sa medzitým bude pozerieť na Nemecko po parlamentných voľbách, ktorých výsledky by mohli priniesť nádej. Budúca vláda bude pravdepodobne veľká koalícia. Vzhľadom na nedávny politický rozkol medzi USA a Európou sa trhy sústredia na to, či nová nemecká vláda vytvorí potrebný finančný priestor na naliehavo potrebné investície do bezpečnosti, energetiky, dopravy a digitálnej infraštruktúry úpravou dlhovej brzdy krajiny. V každom prípade bude musieť zvládnuť zložité vyvažovanie vzhľadom na tesnú väčšinu v parlamente. Realizácia nevyhnutných reforiem, ktoré pomôžu ukončiť hospodársku slabosť v eurozóne, bude veľkou výzvou. Napriek tomu vidíme dobrú šancu, že sa dosiahne pokrok.

Pokiaľ ide o finančné trhy, politická neistota, či už v USA, alebo v eurozóne, pravdepodobne povedie k pretrvávajúcej volatilite. Zatiaľ čo investori zrejme očakávajú lepšie vyhliadky pre eurozónu, podporované ďalším uvoľňovaním politiky a fiškálnymi stimulmi, základy USA zostávajú silné a podľa nášho názoru odôvodňujú relatívne uprednostňovanie amerických akcií. Celkovo zostáva alokácia našich aktív v podstate nezmenená, pričom naďalej sledujeme obozretnú investičnú stratégiu.

Alessandro Caviglia

Hlavný riaditeľ pre investície,
Taliansko

Philip Gisdakis

Hlavný riaditeľ pre investície,
Nemecko

Oliver Prinz

Hlavný riaditeľ pre investície,
Rakúsko

GLOBALNÉ PRÍBEHY

2

- Vzájomné clá budú mať negatívny vplyv na globálny rast
- Politiky Fedu a ECB
- Obranné výzvy EÚ

Predmet 1: Európski vývozcovia budú čeliť vyšším americkým clám

PRÍBEHY Z TRHU

7

Čo sa deje na trhu?

- Akcie
- Pevný príjem
- Komodity
- Devízový trh

Predmet 2: Ako DeepSeek mení históriu umelej inteligencie

Predmet 3: Čo by mohlo posunúť výnosy 10-ročných štátnych pokladničných poukážok nad 5 %?

ALOKÁCIA AKTÍV

15

TABUĽKY PROGNÓZ

16

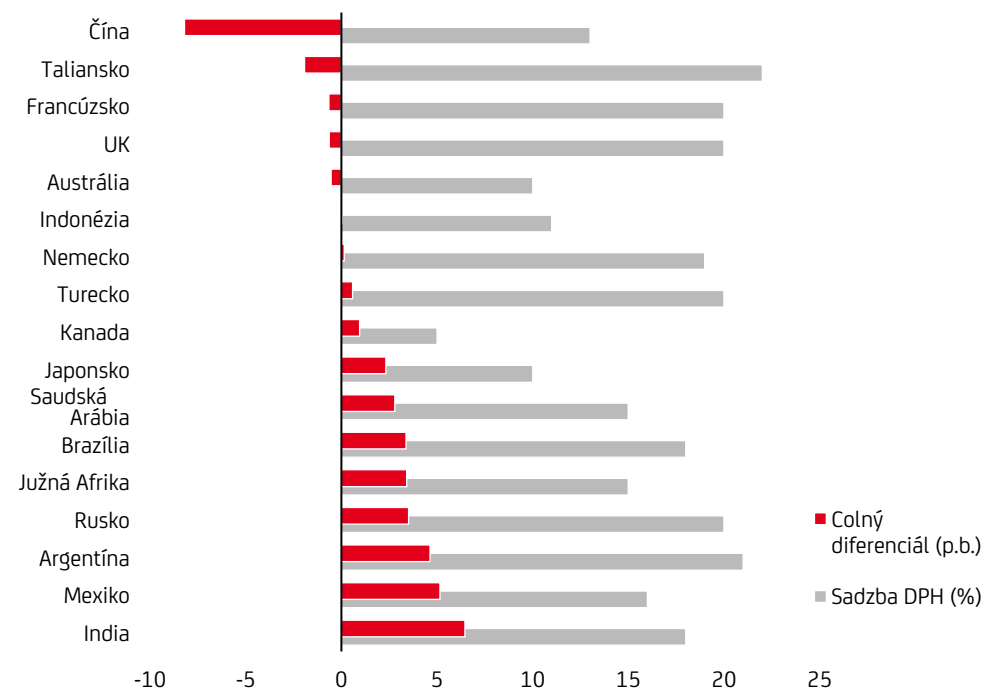


Vzájomné clá budú mať negatívny vplyv na globálny rast

Svetové hospodárstvo bude v najbližšom období čeliť nepriaznivým vplyvom. Americká administratíva zaviedla nové clá na Čínu, oznámila clá na oceľ a hliník a naznačila, že môže zaviesť (recipročné) clá na iné krajiny (pozri graf 1.1). Čína na to reagovala obmedzenými clami na tovar z USA. Clá by mali negatívny vplyv na globálny rast, ale ich načasovanie a forma sú značne neisté. Táto pretrvávajúca neistota môže viesť k tomu, že firmy budú odkladať investície a prijímanie zamestnancov. V našom základnom scenári pokračuje hospodárska odolnosť USA, pričom HDP sa v roku 2025 zvýši o 2,2 % a v roku 2026 o 2,3 %, keďže fiškálny balík prijatý koncom tohto roka kompenzuje prekážky spôsobené clami a pomalším prisťahovalectvom. Riziká sú však naklonené smerom nadol.

Rast v eurozóne zostáva na nízkej úrovni (2025: 0,9 %; 2026: 1,2 %) s obmedzenými vyhliadkami na zrýchlenie v najbližšom období v dôsledku obchodného napätia, oslabenia trhu práce a vyšších veľkoobchodných cien plynu. Zlepšenie reálnych miezd, zníženie sadzieb ECB a investície súvisiace s NGEU by mali podporiť mierne zrýchlenie rastu. V Číne zostáva domáci dopyt slabý a na rast bude vplývať obchodné napätie v USA. Očakávame ďalšie menové a fiškálne uvoľňovanie, ktoré však pravdepodobne významne nezvýši spotrebu a nevyváži rast, aby sa zabránilo štrukturálnemu spomaleniu (2025: 4,5 %; 2026: 4,2%).

GRAF 1.1: PRÍSLUŠNÉ COLNÉ SADZBY NA VÝVOZ Z USA A BARIÉRY DPH
COLNÝ DIFERENCIÁL S USA A SADZBA DPH



Zdroj: Národné zdroje, Peterson Institute, World Integrated Trade Solution, Investment Institute UniCredit

Poznámka: Colný diferenciál je vážený priemerný colný sadzovník uplatňovaný USA na dovoz z partnerskej krajiny mínus vážený priemerný colný sadzovník uplatňovaný partnerskou krajinou na dovoz z USA, vyjadrený v percentuálnych bodoch. Colný diferenciál s Čínou sa odhaduje na základe údajov Petersonovho inštitútu a zahŕňa dodatočné 10 % clo na dovoz z Číny do USA s účinnosťou od 4. februára 2025.



Politiky Fedu a ECB sa pravdepodobne oddelia

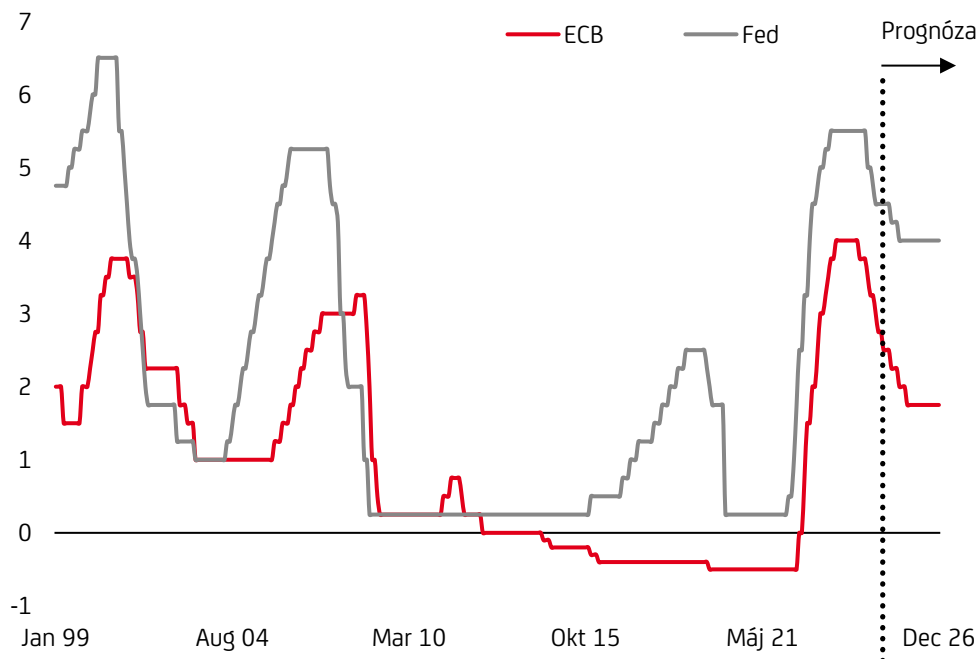
Fed sa neponáhľa s úpravou menovej politiky po tom, ako na posledných troch zasadaniach v roku 2024 znížil sadzby o 100 bázických bodov. V tomto roku očakávame dve zníženia sadzieb o 25 bázických bodov, a to v júni a v septembri, pred tým, ako centrálna banka vstúpi do dlhého obdobia vyčkávania. Teraz však považujeme za takmer rovnako pravdepodobné, že k žiadnym škrtom nedôjde. Odolná hospodárska aktivita a inflácia nad cieľovou hodnotou (CPI 2025): 2,8 %; v roku 2026 2,5 %), ktoré budú podporené vyššími clami, znížením daní a obmedzením imigrácie, obmedzí mieru, o ktorú môže Fed znížiť sadzby. Fed by mohol na clá neprihliadať, ale nedávny vývoj krátkodobých inflačných očakávaní nie je príliš upokojujúci.

Naopak, ECB čelí nízkemu rastu a inflácia je na najlepšej ceste stabilizovať sa v tomto roku na úrovni približne 2 % cieľa ECB, hoci vyššie ceny plynu by mohli krátkodobý vývoj CPI o niečo zvýšiť. Potvrdzujeme názor, že depozitná sadzba dosiahne v tomto roku najnižšiu úroveň 1,75 %. Zatiaľ čo ďalšie zníženie o 25 bázických bodov v marci sa zdá byť už isté, pri priblížení sadzieb k neutrálnej úrovni sa môže komunikačný šum zvýšiť. Naša prognóza koncovkej sadzby je na dolnej hranici neutrálneho rozpätia, ktoré nedávno poskytli pracovníci ECB (1,75 – 2,25 %). Riziká spojené s našou prognózou depozitných sadzieb považujeme za celkovo vyvážené.

Fed sa
s úpravou menovej
politiky neponáhľa.



GRAF 1.2: ROZDIEL V TRANSATLANTICKÝCH SADZBÁCH SA PRAVDEPODOBNE ZVÝŠÍ
ÚROKOVÉ SADZBY, %



Zdroj: ECB, Fed, Investment Institute UniCredit



Obranné výzvy EÚ

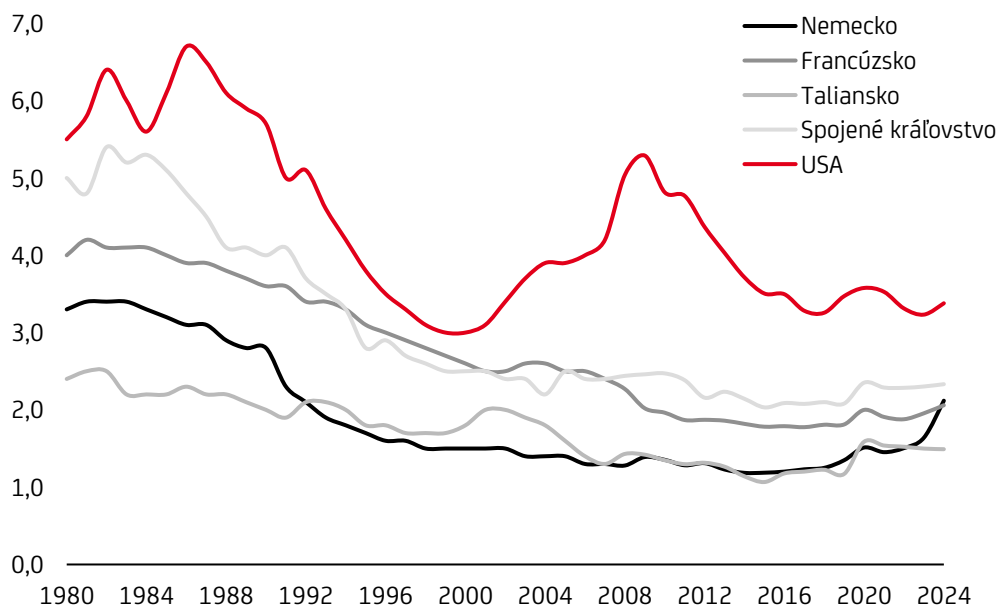
Konfrontačný prístup novej americkej administratívy k obchodu a zahraničnej politike stavia Európu na križovatku. Urýchlenie rokovaní o prímerí na Ukrajine medzi USA a Ruskom a odsunutie Európy na vedľajšiu koľaj vyvolávajú obavy, pretože môžu viesť k dohode, ktorá neposkytuje dostatočné bezpečnostné záruky pre vojnové oblasti a môžu posilniť agresívny expanzívny postoj Ruska. To by bolo nepríjemné pre Európu, ktorá by nakoniec mohla znášať väčšinu nákladov na udržiavanie mieru a obnovu Ukrajiny, pričom by sa už nemohla spoliehať na bezpečnostný dáždnik USA.

Dobrou správou je, že táto nová výzva zrejme vyvolala okamžitú reakciu v európskych hlavných mestách. Predsedníčka Európskej komisie Ursula von der Leyenová navrhla aktivovať únikovú doložku pre investície do obrany, aby členské štáty mohli dočasne zvýšiť svoje výdavky na obranu a zároveň dodržiavať fiškálne pravidlá. Možnosťou je aj spoločné financovanie časti dodatočných investícií do obrany. Takéto spoločné financovanie by sa mohlo uskutočniť prostredníctvom zmeny účelu výdavkov v rámci rozpočtu EÚ alebo vydaním spoločného dlhu, podobne ako počas pandémie v rámci programu SURE, na ktorý členské krajiny poskytli záruky na základe veľkosti svojich ekonomík. Ak by bol spoločný dlh na výdavky na obranu vydaný prostredníctvom nového ad hoc osobitného fondu, nemuselo by sa nevyhnutne vyžadovať zapojenie všetkých krajín EÚ a mohli by sa k nemu pripojiť aj niektoré krajiny mimo EÚ (napríklad Spojené kráľovstvo).

Konfrontačný prístup novej americkej administratívy k obchodu a zahraničnej politike stavia Európu na križovatku.



GRAF 1.3: VEĽKÉ EURÓPSKE KRAJINY INVESTUJÚ DO OBRANY OVEĽA MENEJ AKO USA
VOJENSKÉ VÝDAVKY, % HDP



Zdroj: NATO, Investment Institute UniCredit



Európski vývozcovia budú čeliť vyšším americkým clám

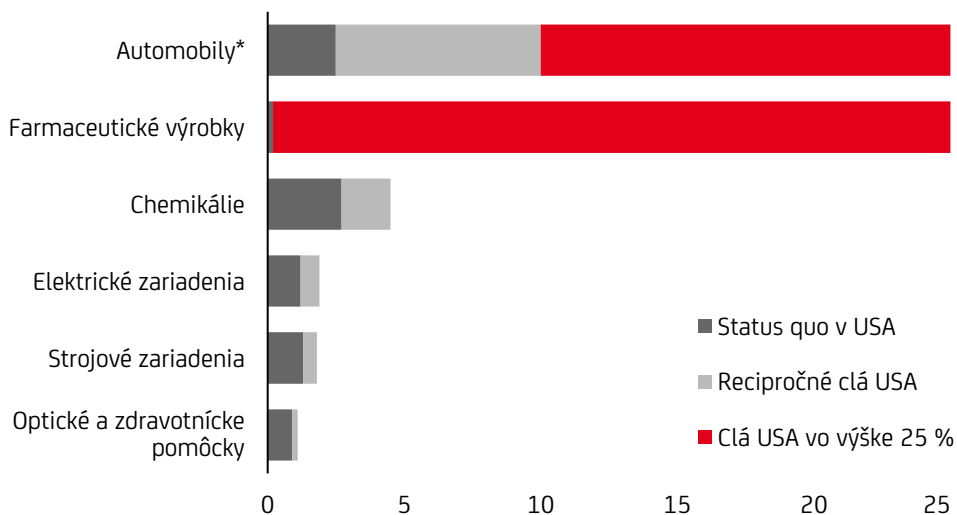
Autor: Andreas Rees

V čase písania tohto článku americký prezident Donald Trump stále neoznámil žiadne zvýšenie ciel zamerané výlučne na EÚ, na rozdiel od ciel, ktoré zaviedol voči Číne, Mexiku a Kanade. Zaviazal sa však zaviesť tzv. recipročné clá, t. j. že clá USA budú zvýšené na rovnakú úroveň ako v iných krajinách a regiónoch. Okrem toho Trump pohrozil, že USA vo všeobecnosti zvýšia clá na 25 % alebo vyššie na niekoľko vybraných dovozov z USA, ako sú napríklad automobily, lieky a polovodiče. Recipročné a selektívne vyššie clá by mali priamy vplyv aj na európskych vývozcov a hospodárstvo EÚ.

Aké významné by boli negatívne účinky?

V tomto texte sa zameriavame najmä na priame účinky vyšších ciel USA na európsky vývoz, pričom dôležitú úlohu môžu zohrávať aj nepriame účinky, ako napríklad vyššia neistota. V scenári zavedenia len recipročných ciel máme relatívne dobré správy. Hoci sú clá EÚ zvyčajne vyššie ako clá USA, rozdiely sú vo väčšine odvetví pomerne malé (pozri graf 1.4). Platí to najmä pre tie odvetvia, ktoré tvoria základ európskeho vývozu do USA, ako napríklad strojársky a farmaceutický priemysel. Spolu predstavujú približne 35 % celkového vývozu EÚ do USA. Aj v prípade recipročných ciel však existujú odvetvia, v ktorých by sa uplatnili výrazne vyššie clá USA. Jedným z dôležitých príkladov je automobilový priemysel s podielom vývozu EÚ do USA viac ako 11 %, kde by sa americké clá na osobné automobily zvýšili o 7,5 percentuálneho bodu na 10 %. Keďže nemeckí výrobcovia automobilov predstavujú viac ako polovicu vývozu automobilov z EÚ do USA, automobilový priemysel v Nemecku by bol poškodený viac ako v ktorejkoľvek inej európskej krajine. Tento negatívny účinok by sa pravdepodobne premietol do niektorých krajín strednej a východnej Európy, ako sú Poľsko, Maďarsko, Česko a Slovensko, v ktorých ekonomikách zohráva automobilový dodávateľský priemysel dôležitú úlohu.

GRAF 1.4: PRIEMERNÉ AMERICKÉ CLÁ NA TOVAR EÚ (%)



Zdroj: WTO, Eurostat, Investment Institute UniCredit

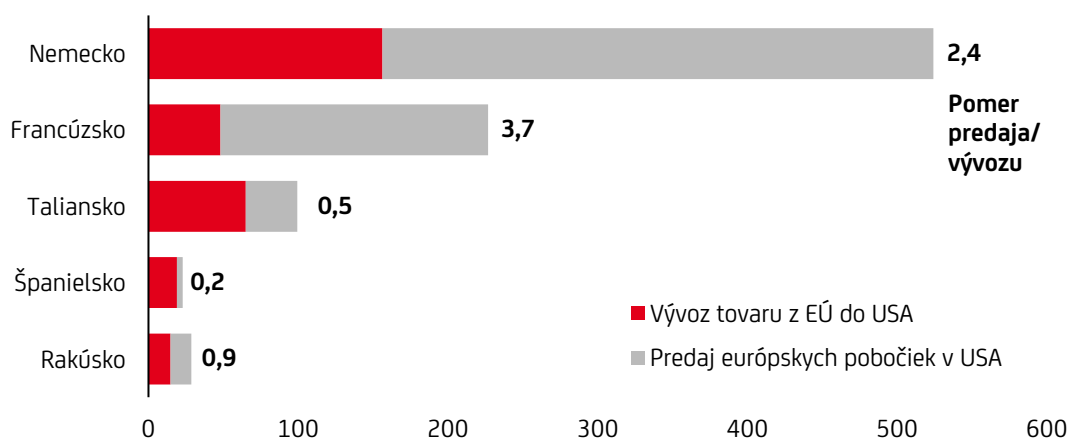
* Osobné automobily



Čo by sa stalo, keby USA zaviedli ďalšie clá vo výške 25 % alebo viac?

Netreba pripomínať, že by sa zvýšil negatívny vplyv na odvetvia, ako sú automobily a farmaceutický priemysel. Presný účinok je ťažké odhadnúť, pretože by závisel od neznámych faktorov. Veľa by napríklad záviselo od schopnosti európskych spoločností preniesť vyššie clá na spotrebiteľov v USA. Pri pohľade na príjmy európskych vývozcov treba vziať do úvahy aj ich podniky v USA, ktoré by vyššie americké clá neovplyvnili. Väčšie spoločnosti s väčšími finančnými prostriedkami zvyčajne investovali do miestnych výrobných zariadení v USA a predávajú svoj tovar priamo tam. Najmä v prípade nemeckých a francúzskych spoločností je pomer predaja v USA prostredníctvom ich pobočiek k vývozu pôsobivý. V roku 2022 (posledné dostupné údaje) predali nemeckí výrobcovia prostredníctvom svojich pobočiek v USA viac ako dvojnásobok objemu predaja, ako keď tovar z Nemecka do USA odoslali (pozri graf 1.5). Platí to najmä pre automobilový a chemický priemysel, zatiaľ čo farmaceutický priemysel by bol negatívnejšie ovplyvnený kvôli malému počtu výrobných závodov v USA (pozri náš nedávny [Krátky pohľad – Nemeckí vývozcovia: prekonávanie výziev, 19. februára](#)). Pomer predaja a vývozu bol v prípade francúzskych spoločností ešte priaznivejší ako v prípade nemeckých firiem. V prípade talianskych a španielskych spoločností prevážil vývoz nad predajnou aktivitou v USA.

GRAF 1.5: VÝVOZ TOVARU Z EÚ DO USA A PREDAJ V USA
EUR BN, 2022



Zdroj: WTO, Eurostat, Investment Institute UniCredit

Naše závery

V prípade recipročných cieľ USA by boli celkové škody na európskom vývoze pomerne nízke. Ak by sa uplatnili agresívnejšie zvýšenia cieľ, malo by to negatívnejší vplyv na automobilový priemysel, najmä v Nemecku, a na farmaceutický sektor. Silná výstavba výrobných zariadení v USA v niektorých odvetviach a slabý výmenný kurz eura by však výrazne zmiernili negatívny vplyv na zisky.





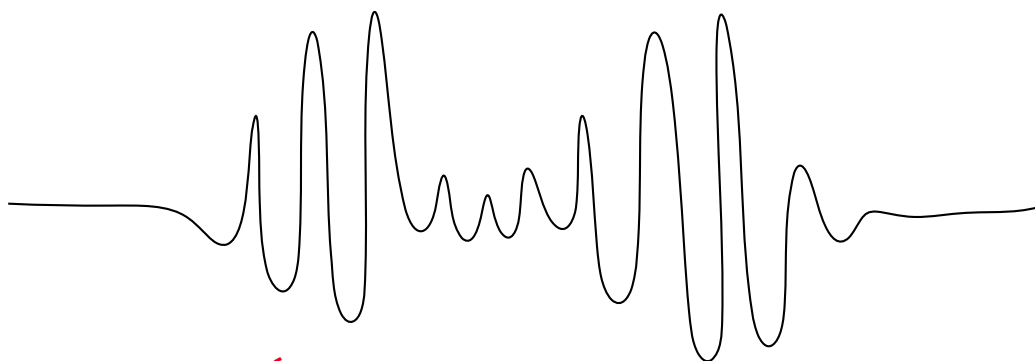
Príbehy z trhu

Autori: Edoardo Campanella, Stefan Kolek, Tobias Keller, Roberto Mialich, Michael Rottmann, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Čo sa deje na trhu?

ŠUM

Podľa očakávaní sa začiatok roka 2025 niesol v znamení návratu Donalda Trumpa do Bieleho domu a jeho programu „Amerika na prvom mieste“. Oznámenie o zmenách v politike USA vrátane rozšírenia obchodných bariér, ako aj prevratný vstup čínskej spoločnosti DeepSeek do odvetvia umelej inteligencie viedli k zvýšenej volatilite na trhoch. DeepSeek, ako aj ústretovejší prístup čínskeho prezidenta Si Ťin-Pchinga k súkromnému sektoru, pomohli vrátiť finančné prostriedky späť do Číny. Januárové všeobecne očakávané zmeny sadzieb zo strany Fedu (ponechanie) a ECB (zníženie o 25 základných bodov) naopak účastníkov trhu neprekvapili.



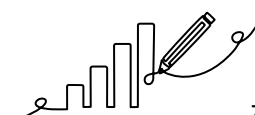
SIGNÁL

Hoci volatilita by mohla v krátkodobom horizonte zostať zvýšená vzhľadom na neistotu spojenú s colnou, imigračnou a fiškálnou politikou USA, najnovší vývoj nezmenil náš zásadne konštruktívny pohľad na rok 2025. Myslíme si, že Trumpova administratíva využíva clá na taktické ovplyvňovanie rokovaní o témach, ktoré nesúvisia s obchodom, a nie na strategické riešenie obchodných deficitov. Podobne, zatiaľ čo DeepSeek mení technologické prostredie, náš výhľad pre americké „megacap“ akcie zostáva pozitívny. Napriek tomu sa domnievame, že vzhľadom na bezprecedentnú koncentráciu trhu sa opäť ukázala prítlačivosť diverzifikácie, a to v rámci USA aj mimo nich.

Akcie

EURÓPA ZAZNAMENALA POZITÍVNE VYHLIADKY, ALE NAĎALEJ PREFERUJEME AMERICKÝ AKCIOVÝ TRH

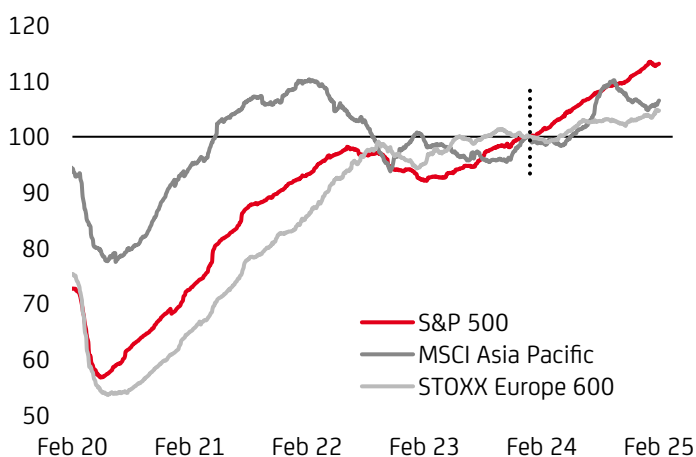
Akiové trhy začali rok pozitívne. Európske akcie udávajú pozitívny tón s výrazným dvojciferným percentuálnym nárastom od začiatku roka (pozri tabuľku). Dobrá výkonnosť európskych spoločností nie je založená na lepších vyhlídkach hospodárskeho rastu, ale skôr na kombinácii nízkeho ocenenia v porovnaní s inými regiónmi a rastu ziskov, ktorý prekonal očakávania, a to najmä v prípade spoločností citlivých na vývoz. Z grafu 2.1 vyplýva, že vývoj príjmov v hlavných regiónoch bol od začiatku roka 2024 vo všeobecnosti naďalej pozitívny.



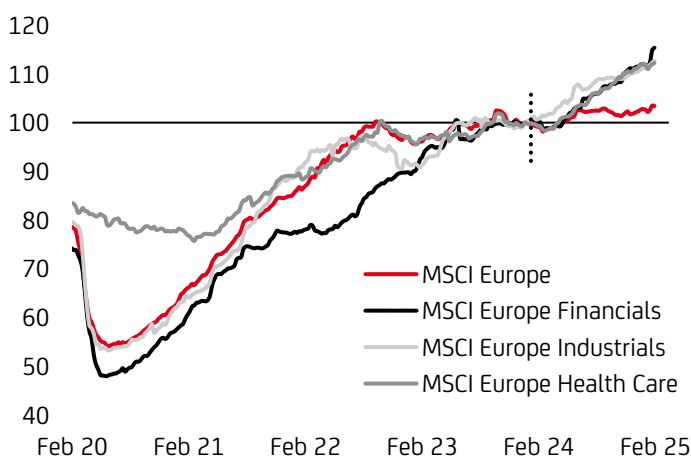
Ďalším spúšťačom silnej výkonnosti európskych akcií bolo oslabenie amerických technologických akcií od konca minulého roka, ktoré je podľa nášho názoru len dočasné. Toto oslabenie viedlo k zmene rovnováhy medzinárodných portfólií, ktoré majú často silne prevážené pozície v amerických akciách, v prospech európskych akcií. Tieto trendy považujeme za pozitívne, pretože naznačujú rozšírenie globálneho rastu akcií a zníženie rizika koncentrácie v USA. Z regionálneho hľadiska naďalej uprednostňujeme americký akciový trh vzhľadom na jeho silné základy, zatiaľ čo ázijsko-tichomorský región by mal ťažiť z postupného zlepšovania čínskej ekonomiky a vládnych podporných opatrení.

Hoci si udržiavame voči odporúčaniu európskych akcií isté výhrady, nemusí to tak ostať nadhlo: silne negatívny sentiment voči Európe sa postupne začína zlepšovať. Od decembra je dynamika 12-mesačných forwardových ziskov v prospech Európy, zatiaľ čo odhady v USA v poslednom čase strácajú dynamiku (pozri graf 2.1). Aj vyhliadky na zmiernenie nemeckej dlhovej brzdy po voľbách podporujú nielen nemecké akcie, ale aj európske akcie vo všeobecnosti.

GRAF 2.1: CELOSVETOVÝ TREND V ZISKOKH SPOLOČNOSTÍ JE RASTÚCI, 2024 = 100



GRAF 2.2: FINANČNÉ, PRIEMYSELNÉ A ZDRAVOTNÍCKE SEKTORY ZAŽIARILI SILNÝM RASTOM ZISKOV 12M FWD EPS, 2024 = 100



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit
(sledované obdobie: 17. február 2020 – 17. február 2025)

Rastúca pravdepodobnosť prímeria medzi Ruskom a Ukrajinou a s tým spojené zníženie cien energií tiež podporuje európske priemyselné akcie. Okrem súčasnej neistoty v súvislosti s colnou politikou USA a možnými obchodnými konfliktmi sa však tieto trendy zatiaľ neukázali ako udržateľné.

Riziko obchodného napätia so Spojenými štátmi tlmí očakávanie ziskov, najmä v sektorech citlivých na clá, ako sú základné zdroje, autá a chemikálie. Hoci sa domnievame, že Európe by v nasledujúcich kvartáloch prospelo čoraz viac cyklických investícií, možné obchodné napätie s USA a pretrvávajúca neistota týkajúca sa európskej a čínskej ekonomiky stále hovoria proti okamžitému a výraznému zvýšeniu podielu spoločností s cyklickými akciami. Uprednostňujeme sektory, ako je finančníctvo, na ktoré by potenciálne americké clá nemali mať väčší vplyv, alebo priemyselné podniky a zdravotníctvo, keďže by mali profitovať z postupného zlepšovania ekonomiky a tešiť sa stabilnému dopytu, resp. vysokým maržiam. Odhady ziskov týchto troch sektorov sa v posledných mesiacoch vyvíjali výrazne lepšie ako európsky trh ako celok (pozri graf 2.2), čo podľa našich očakávaní bude pokračovať.

V USA považujeme za atraktívne finančné akcie spolu s dôležitým technologickým sektorom. V súčasnom silnom hospodárskom prostredí sa tieto sektory vyznačujú vysokými ziskami podnikov. Výrazné pozitívne impulzy zo silnej ekonomiky dostáva aj sektor spotrebného tovaru.

Pevný príjem

PLYNULÉ IMPULZY Z POLITIKY USA A PRICHÁDZAJÚCE MAKRODÁTA NEMENIA NÁŠ POSTOJ

ŠTÁTNE DLHOPISY

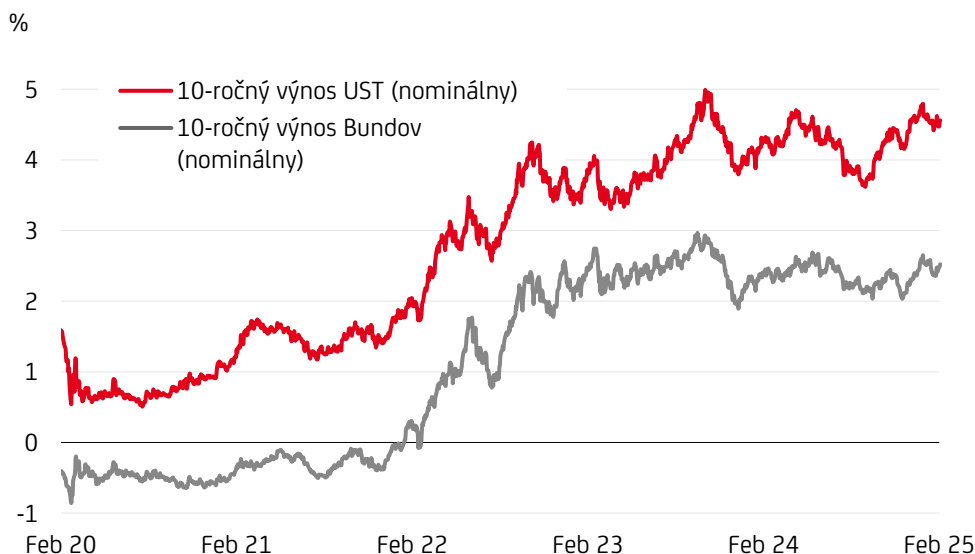
Hlavné dlhopisové trhy mali trochu volatilný začiatok roka, pričom po Trumpovej inaugurácii za prezidenta USA bol program plný údajov a trhových správ. Nakoniec sa však príliš nepohli, pričom výnosy 10-ročných amerických Treasury (UST) aj 10-ročných nemeckých Bundov vzrástli len mierne (pozri graf 2.3 a tabuľku). Údaje z USA, ktoré zahŕňali solídny trh práce a pretrvávajúcu infláciu, nepriniesli žiadne výrazné prekvapenia, zatiaľ čo v eurozóne zostala podnikateľská dôvera pomalá a inflácia, hoci sa pohybovala nad 2-percentným cieľom ECB, sa vyvíjala správnym smerom.

Pri pohľade do budúcnosti sa výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov (10-ročných UST a Bundov) nachádzajú prakticky v strede našich prognóz na rok 2025. V prípade výnosov 10-ročných Bundov vidíme obchodovanie v rozmedzí od 2 % do 3 %; v prípade 10-ročných UST je rozumné rozmedzie od 4 % do 5 %, pravdepodobne s miernym prekročením na oboch stranách. Avšak vzhľadom na to, že sa nachádzame blízko stredu týchto rozpätí a že impulzy z americkej politiky sú premenlivé a veľmi ťažko predvídateľné, sme presvedčení, že náš všeobecne neutrálny postoj k štátnym dlhopisom je primeraný.

Vzhľadom na množstvo neznámych sa cítime spokojní s tým, že si zatiaľ zachováваме neutrálny postoj k vládnym dlhopisom, a to tak z hľadiska celkovej expozície na trhoch s americkými a európskymi vládnymi dlhopismi, ako aj z hľadiska lehoty splatnosti. Na základe toho by sme zvážili zvýšenie expozície voči Bundom (a lehoty splatnosti), ak by 10-ročné výnosy vzrástli nad 2,7 %, zatiaľ čo držbu Bundov (a lehotu splatnosti) by sme mohli znížiť, ak by výnosy klesli na približne 2,2 – 2,3 %. Expozícia voči UST (a lehota splatnosti), kde sme v súčasnosti tiež neutrálni, by sa mohla zvýšiť pri úrovni 4,8 % alebo vyššej, zatiaľ čo pri úrovni približne 4,3 % alebo nižšej by sme mali tendenciu expozíciu (a lehotu splatnosti) znížiť.

Pokiaľ ide o dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov, domnievame sa, že sú obzvlášť zraniteľné voči vplyvu potenciálnych ciel na rast a v súvislosti s tým aj voči zhoršeniu globálneho rizikového sentimentu. Napriek tomu zostávajú dlhopisy EM potenciálne cenným doplnkom diverzifikovaného portfólia vzhľadom na ich atraktívny výnos a predpokladané výnosy založené na obchodoch carry.

GRAF 2.3: VOLATILNÝ ZAČIATOK ROKA, ALE VÝNOSY SA VRÁTILI NA ÚROVEŇ ZO ZAČIATKU ROKA 2025



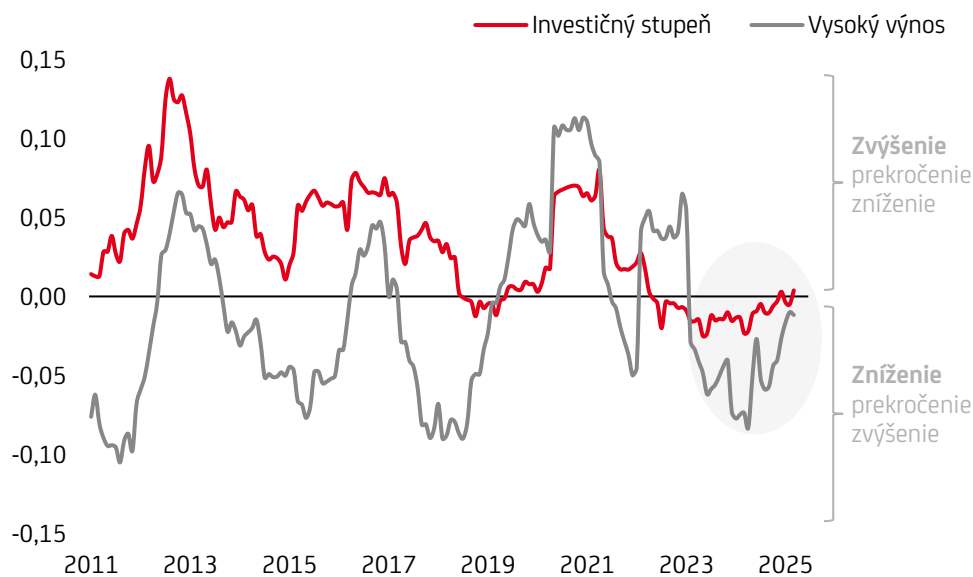
Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit
(sledované obdobie: 17. február 2020 – 17. február 2025)

FIREMNÉ ÚVERY

Vzhľadom na podpornú menovú politiku ECB a slabý rast, ale bez zvýšeného rizika prudkého nárastu miery zlyhania v eurozóne, považujeme zvýšené firemné expozície za opodstatnené vzhľadom na nárast výnosov a naše očakávanie, že spready zostanú v podstate nezmenené. Na európske firemné úvery máme naďalej konštruktívny názor. Úverová kvalita emitentov je stabilná až zlepšujúca sa. Podporujú to nefinančné spoločnosti, ktoré v poslednej výsledkovej sezóne dosiahli celkovo pozitívne výsledky. V podmienkach nízkeho hospodárskeho rastu sú tieto pozitívne výsledky do veľkej miery dôsledkom úsporných opatrení a politiky šetrenia hotovosti. Nižšia ponuka nových dlhopisov v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka tiež podporuje sekundárny trh. V budúcnosti, v súvislosti s potenciálnou snahou o vyššie výdavky na obranu v EÚ, je kľúčovým zdrojom volatility európskych úverov súvisiaci vplyv na dlhý koniec kriviek ECB, čo by potenciálne mohlo ovplyvniť predovšetkým oblasť prioritných úverov investičného stupňa. Z hľadiska výkonnosti však v našom základnom scenári naďalej vidíme, že kľúčovým zdrojom celkového výnosu v tomto roku sú obchody carry.

Bankové úvery budú podporované pokračujúcou dobrou výkonnosťou európskych bánk. Napriek zmierneniu dynamiky čistých úrokových výnosov vidíme, že ich ziskovosť zostane v tomto roku vysoká. Kapitalizácia zostáva solídna (s priemerným plne zaťaženým ukazovateľom CET1 na úrovni 15,9 %) napriek vysokým odmenám akcionárov v posledných rokoch. Očakávame mierny nárast nákladov na riziko, ale vidíme, že zostanú na zvládnuteľnej úrovni. Súčasná situácia v oblasti úverových rozpätí bánk odráža tieto silné úverové základy, pričom úrovne spreadov v celej kapitálovej štruktúre bánk sú na historicky najnižších úrovniach.

GRAF 2.4: ZLEPŠENIE ÚVEROVÝCH RATINGOV PODNIKOV V EURÓPE



Zdroj: S&P Global, Investment Institute UniCredit
(sledované obdobie: 2011 – 2025)

Poznámka: 12M ratingový posun sa vypočíta ako počet zvýšení mínus počet znížení za posledných 12 mesiacov vydelený počtom ratingov v príslušnom indexe iBoxx Non-Financials.

Komodity

GEOPOLITIKA A OBCHODNÁ VOJNA KLÚČOVÝMI FAKTORMI PRE CENY

ROPA

V polovici februára sa ropa v porovnaní s predchádzajúcim rokom pohybovala približne na úrovni 70 USD za barel (pozri [tabuľku](#)), a to v dôsledku obáv z negatívneho vplyvu ciel na dopyt a „rozlúčkových“ sankcií Joea Bidena zameraných na dodávky z Ruska. V budúcnosti hrozí, že trh s ropou bude nedostatočne zásobovaný vzhľadom na najnovšie sankcie USA a Trumpovu stratégiu vyvíjať maximálny tlak na Irán, zatiaľ čo obavy o dopyt v Číne a obchodné napätie stále zahmlievajú náladu. Zvýšenie mesačnej produkcie OPEC+ o približne 140 kb/d, ktoré by sa začalo v apríli a trvalo nasledujúcich 18 mesiacov, ako sa plánovalo, by sa mohlo ukázať ako príliš malé na to, aby absorbovalo potenciálny šok z poklesu ruského a iránskeho vývozu ropy.

ZEMNÝ PLYN

Ceny TTF vykazovali v prvých dvoch mesiacoch roku 2025 značnú volatilitu a pohybovali sa v rozmedzí od 44 eur/MWh do 58 eur/MWh. Uzavretie ukrajinského tranzitu pre ruský plyn, regulačná neistota v súvislosti s požiadavkami na skladovanie v krajinách EÚ, týždne nezvyčajne chladného počasia v Európe a nízka ponuka energie z obnoviteľných zdrojov spôsobili nárast cien zemného plynu. Do konca roka očakávame, že ceny TTF zostanú v obchodnom pásme 45 – 50 eur/MWh. Zima sa pravdepodobne skončí s úrovňou zásob podstatne nižšou, ako bola v posledných dvoch rokoch, čo povedie k veľkému dopytu v letnom období, keď sa vlády budú snažiť zásoby doplniť.

ZLATO

Zlato má za sebou veľmi dobrý začiatok roka, ktorý pokračuje v dynamike z roku 2024, pričom hranica 3 000 USD za uncu je už na dohľad (pozri [tabuľku](#)). Hoci reálne úrokové sadzby v posledných štvrtroch stratili časť svojej vysvetľujúcej sily, domnievame sa, že zostávajú relevantným faktorom, najmä ak 10-ročný výnos UST vzrastie nad 5 % (čo nie je náš základný scenár). Dopyt centrálnych bánk (najmä z rozvíjajúcich sa trhov, ako je Čína) však zostáva silný a podporný. Okrem toho vidíme, že fyzické ETC na zlato sa trochu zotavujú alebo aspoň dosahujú dno, čo naznačuje, že retailoví investori čoraz viac zvyšujú dopyt. Očakávame, že zlato sa bude v tomto roku obchodovať v pásme 2 500 – 3 000 USD/uncu s rizikami smerom nahor.

Devízový trh

EUR – USD BY SA MAL UDRŽAŤ NAD PARITOU

Na devízovom trhu sa kurz EUR – USD po počiatočnom poklese pod úroveň 1,02 opäť dostal na úroveň 1,05 (pozri [tabuľku](#)). Zotaveniu pomohli odložené americké clá a nádej na mier na Ukrajine, ale je príliš skoro hovoriť o začiatku rastúceho trendu smerom k hornej hranici pásma 1,05 – 1,10. Pár už skutočne čiastočne ustúpil z počiatočných vrcholov a pomalá hospodárska aktivita v eurozóne bude hrať proti trvalému rastu eura. Na mnohých frontoch prevláda neistota, čo môže kurz EUR – USD vystaviť ďalším výkyvom, a nie trendom. Celkovo stále očakávame nižší kurz EUR – USD, ale vidíme, že pár pravdepodobne zostane mierne nad paritou. Trumpova politika je pre zelenú bankovku naďalej priaznivá, najmä pokiaľ ide o clá, inflácia v USA zostáva pretrvávajúca a ECB sa chystá uvoľňovať viac než Fed. Pokles na paritu a pod ňu, t. j. k minimu blízko 0,95, ktorého sa kurz dotkol v septembri 2022, však zostáva výzvou. Dva predpoklady pre takýto pokles sú aj naďalej Fed, ktorý bude tento rok držať svoje sadzby, alebo ECB, ktorá zníži sadzby pod nami očakávanú úroveň 1,75 %, ale ani to by v súčasnosti nemuselo stačiť.

Ako DeepSeek mení históriu umelej inteligencie

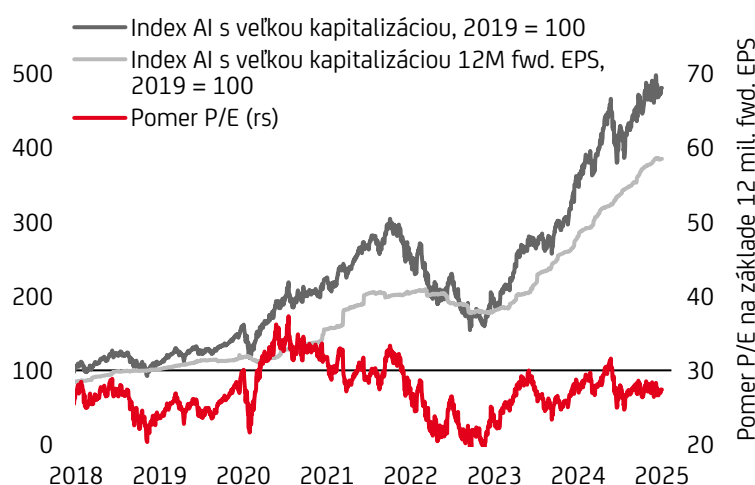
Autor: Christian Stocker

Spoločnosť DeepSeek významne ovplyvnila odvetvie umelej inteligencie tým, že vyvinula efektívne a nákladovo efektívne modely, ktoré konkurujú popredným modelom, ako je Chat GPT spoločnosti OpenAI, pričom využívajú menej hardvérových zdrojov a menej energie, čím zvyšujú produktivitu. Tým sa demokratizoval vývoj umelej inteligencie, čo umožnilo menším firmám konkurovať v tejto oblasti a zároveň potenciálne znížiť náklady a vplyv na životné prostredie. Voľná dostupnosť modelov spoločnosti DeepSeek spochybňuje dominantné postavenie veľkých amerických technologických spoločností a možno ju tiež považovať za pozitívny ponukový šok. V zásade to považujeme za priaznivý vývoj, pretože to naznačuje, že krajiny alebo regióny, ktoré boli doteraz nasledovníkmi v oblasti generatívnej umelej inteligencie, ako napríklad EÚ, by mohli potenciálne vytvoriť domácu platformu umelej inteligencie. Doteraz sa to zdalo nemožné vzhľadom na obrovské množstvo investícií, ktoré sa považovali za potrebné na vývoj modelov umelej inteligencie.

Nedávny vývoj mal významný vplyv aj na veľké technologické firmy, ako sú Microsoft, Meta, Amazon a Alphabet, ktoré by mohli výrazne ušetriť na nákladoch súvisiacich s umelou inteligenciou. Niektorí tvrdia, že inovácie spoločnosti DeepSeek znižujú význam výpočtového výkonu, a preto majú potenciál negatívne ovplyvniť polovodičové spoločnosti, ako sú Nvidia a ASML. Tento pohľad však môže byť podľa nášho názoru príliš zjednodušený. Zvýšená účinnosť modelov DeepSeek v skutočnosti zdôrazňuje význam výpočtového výkonu. Hoci zvýšenie efektívnosti umožní spoločnostiam posunúť schopnosti AI ďalej s rovnakými výpočtovými zdrojmi, väčší výpočtový výkon bude aj naďalej nevyhnutný pre rozvoj AI vo veľkom meradle, pretože spoločnosti budú môcť dosiahnuť ešte lepšie výsledky s väčším množstvom zdrojov.

Napriek všetkým týmto výhodám by ste nemali preceňovať ani DeepSeek. Okrem problémov s ochranou údajov nie je DeepSeek technicky porovnateľný s americkými platformami umelej inteligencie, pretože optimalizuje najmä existujúce modely, ale nevytvára nové, ktoré by mohli konkurovať modelom vyvinutým v USA. Optimalizácia modelov je dôležitá a vítaná, ale neodstraňuje potrebu vytvárať nové modely. DeepSeek dokázal masívne znížiť výpočtové náklady a otvoril dvere efektívnej architektúre na zníženie výkonnostných rozdielov medzi menšími a väčšími modelmi, ale zásadne neporušuje zákon škálovania, podľa ktorého väčšie modely prinášajú lepšie výsledky. Napriek tomu si myslíme, že zvýšenie efektívnosti, ktoré prináša DeepSeek, prispieje k vývoju technológie umelej inteligencie, čím sa zvýši produktivita a ziskovosť spoločností, ktoré ju využívajú.

GRAF 2.5: TREND RASTU ZISKOV SPOLOČNOSTÍ S UMELOU INTELENCIOU SA MÔŽE NA CHVÍĽU SPOMALIŤ



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit
(sledované obdobie: 17. február 2018 – 17. február 2025)

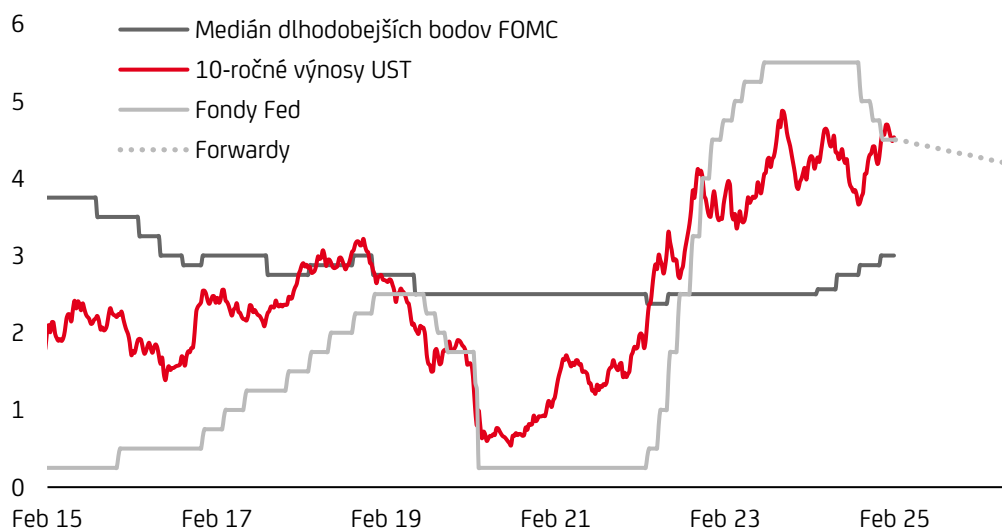
Nová kapitola. Inovácie spoločnosti DeepSeek pravdepodobne znamenajú začiatok novej kapitoly v oblasti umelej inteligencie a zároveň poukazujú na inovačnú silu, ktorá v Číne prevláda, a priťahujú investorov do čínskeho technologického sektora. DeepSeek pravdepodobne pomôže viac netechnologickým firmám ako technologickým, pretože pravdepodobne prispieje k zvýšeniu produktivity. Znamená to tiež, že tradičné hnacie motory zisku technologických spoločností by mohli stratiť dynamiku, čo by viedlo k pomalšiemu rastu zisku, najmä v prípade hardvérových spoločností, ktoré by mohli zaznamenať dočasný pokles dopytu. Očakávame však, že pôjde o krátkodobý účinok. Z dlhodobého hľadiska je zavádzanie efektívnejších riešení umelej inteligencie súčasťou prirodzeného vývoja tejto technológie a v konečnom dôsledku povedie k vyššej produktivite a rastu zisku spoločností, ktoré ju vyrábajú a využívajú. Silný rastúci trend ziskov a cien akcií spoločností s umelou inteligenciou (ako ukazuje graf) pravdepodobne na chvíľu oslabí, ale nezastaví sa.

Čo by mohlo posunúť výnosy 10-ročných amerických štátnych dlhopisov nad 5 %?

Autor: Luca Cazzulani

Výnosy amerických štátnych dlhopisov „UST“ boli v januári veľmi volatilné. Naďalej zastávame názor, že Fed bude v tomto roku ďalej znižovať sadzby, v dôsledku čoho sa 10-ročný výnos UST bude v nasledujúcich mesiacoch pohybovať na úrovni okolo 4,50 %.

GRAF 2.6: ZÁKLADNÝ PREDPOKLAD: NIŽŠIE FEDERÁLNE SADZBY BY MALI PODPORIŤ DLHÝ KONIEC KRIVKY



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit
(sledované obdobie: 17. februára 2015 – 17. februára 2025, do 30. júna 2026)

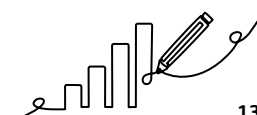
Aké sú riziká spojené s touto prognózou?

Vzhľadom na to, že stále nie je známych mnoho podrobností, najmä pokiaľ ide o hospodársku politiku, treba očakávať ďalšie kolísanie výnosov. Nižšie rozoberáme scenáre, ktoré by mohli odôvodniť výnosy UST na úrovni 5 % alebo viac, a dôvody, prečo ich považujeme za nepravdepodobné.

Prvým dôvodom, ktorý by mohol viesť k rastu výnosov UST, je výrazné zvýšenie inflačných očakávaní. Sadzby by to mohli vyvolať, ale keďže ide o jednorazové opatrenie, ktoré bude mať pravdepodobne negatívny strednodobý vplyv na rast, ich vplyv by mal byť dočasný. Pokiaľ však Fed zostane nezávislý a odhodlaný udržiavať inflačné očakávania na uzde, je nepravdepodobné, že by deglobalizácia, ekologická transformácia alebo geopolitika viedli k trvalo vysokej inflácii. V takomto scenári sa predajný tlak pravdepodobne prejaví najmä na krátkom konci krivky, pričom krivka UST pravdepodobne zostane plochá alebo dokonca invertovaná.

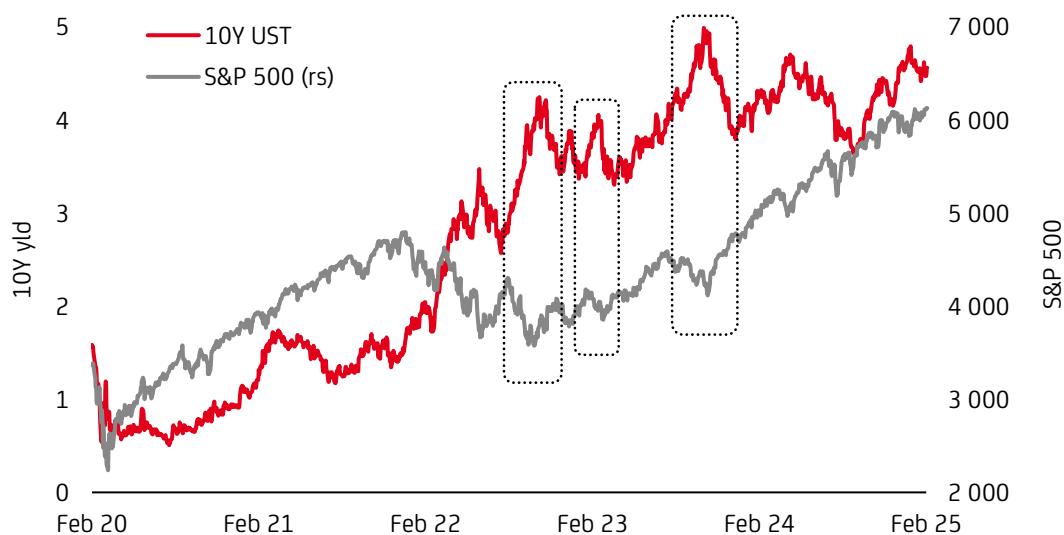
Druhým dôvodom je zvýšenie rizikovej prémie v dôsledku silnej ponuky v čase, keď dopyt zo strany veľkých hráčov (napr. Číny) slabne. To by malo viesť k výraznému strmšiemu rastu krivky, podobne ako v septembri až októbri 2023, keď riziková prémie vzrástla o takmer 90 bázických bodov. Niekoľko faktorov však naznačuje, že veľké zvýšenie rizikovej prémie nie je veľmi pravdepodobné:

1. Schopnosť amerického prezidenta Donalda Trumpa prijať zmysluplné opatrenia na zníženie deficitu môže byť obmedzená vzhľadom na tesnú republikánsku väčšinu v Snemovni reprezentantov a všeobecnú preferenciu vyhýbať sa proinflačným opatreniam.



2. Bohatá ponuka v USA nie je novinkou a mala by byť zohľadnená v cene. (Odhadovaná) riziková prémie je skutočne blízko najvyššej úrovne za posledných päť rokov.
3. Americký minister financií Scott Bessent uviedol, že administratíva má záujem skôr o nízke výnosy na dlhom konci krivky než o nízke úrokové sadzby. To znižuje tlak na rizikové prémie súvisiace s nezávislosťou Fedu a naznačuje, že americké ministerstvo financií by sa priklonilo k vyšším 10-ročným výnosom, ktoré by aspoň dočasne vyvážili ponuku z dlhého konca krivky k poukážkam, ako sa to stalo v minulosti.
4. Zvýšenie výnosov, ktoré nie je odôvodnené zlepšením hospodárskych podmienok, by bolo pre akcie negatívne (pozri graf 2.7). Nižšia ochota riskovať by v konečnom dôsledku mohla podporiť UST.

GRAF 2.7: VYŠŠIE VÝNOSY > NIŽŠÍ KAPITÁL > NIŽŠIE VÝNOSY



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit
(sledované obdobie: 17. február 2020 – 17. február 2025)

Tretím dôvodom sú robustné hospodárske údaje, ktoré podporujú myšlienku výrazného nárastu R-star. To by si vyžadovalo obrovské zvýšenie produktivity, ktoré by mohlo byť poháňané umelou inteligenciou. V súčasnosti by to bol príliš odvážny predpoklad. V takomto scenári by súčasné sadzby Fedu neboli také reštriktívne a investori by dokonca mohli začať diskutovať o zvýšení sadzieb. To by mohlo viesť k dlhodobému preceňovaniu výnosov UST (hlavne reálnych výnosov), pričom celá výnosová krivka by sa posunula smerom nahor, aby zohľadnila vyššie sadzby. Keďže zvýšenie výnosov by bolo podporené silnou ekonomikou, akcie by nemali utrpieť.

Ako poslednú poznámku možno uviesť, že jedným z faktorov, ktorý by mal podporiť UST, je umiestnenie: investori s rýchlymi peniazmi sú už teraz na krátkej/podváženej pozícii, čo obmedzuje priestor na ďalší predaj.

OBOZRETNÉ URČOVANIE POZÍCIE V PRETRVÁVAJÚCEJ NEISTOTE

Na začiatku marca sa finančné trhy naďalej pohybujú v prostredí zvýšenej a viacnásobnej neistoty. Globálny rast zostáva silný, ale spomaľuje sa, pričom sa zdá, že menové politiky Fedu a ECB sa čoraz viac rozchádzajú. Stále veríme v náš postoj opatrného optimizmu. Aj keď sa naša pozícia v podstate nemení, prvoradá zostáva obozretná alokácia aktív. Keďže sa snažíme nájsť rovnováhu medzi odolnosťou a príležitosťami, zachovávame si prispôsobivosť, disciplinované riadenie rizík a strategické zameranie na vytváranie dlhodobej hodnoty. V oblasti akcií naďalej uprednostňujeme americké akcie pred európskymi vzhľadom na stále silné americké základy.

NÁŠ INVESTIČNÝ POHĽAD NA TRIEDY AKTÍV

	NÍZKA VÁHA	NEUTRÁLNY	VYSOKÁ VÁHA
GLOBÁLNE AKCIE		●	
AMERICKÉ AKCIE		●	
EURÓPSKE AKCIE	●		
AKCIE TICHOMORIA (ROZVINUTÉ TRHY ¹)			●
AKCIE ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV		●	
GLOBÁLNE DLHOPISY			●
ŠTÁTNE DLHOPISY EMÚ		●	
ŠTÁTNE DLHOPISY MIMO EMÚ		●	
PODNIKOVÉ DLHOPISY INVESTIČNÉHO STUPŇA V EURÁCH			●
PODNIKOVÉ DLHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSOM	●		
DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (TVRDÁ MENA)			●
DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (MIESTNA MENA)			●
PEŇAŽNÉ TRHY	●		
ALTERNATÍVY		●	
KOMODITY		●	
ROPA		●	
ZLATO		●	

¹ Rozvinuté trhy (Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)



Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

	Reálny HDP (% R/R)			Spotrebiteľské ceny (% R/R)			Rozpočtové saldo (% HDP)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globálne	3,2	3,2	3,3						
USA	2,8	2,2	2,3	2,9	2,8	2,5	- 7,6	- 8,0	- 8,6
Eurozóna	0,7	0,9	1,2	2,4	2,2	1,9	- 3,6	- 3,2	- 2,8
Nemecko	- 0,2*	0,7*	1,2*	2,2	1,5	1,7	- 2,6	- 2,0	- 2,0
Francúzsko	1,1	0,7	1,2	2,0	0,9	1,1	- 6,1	- 5,4	- 4,2
Taliansko	0,5	0,7	1,0	1,0	1,7	1,7	- 3,9	- 3,7	- 3,0
Španielsko	3,2	1,8	1,9	2,9	2,5	2,4	- 3,3	- 3,1	- 2,5
UK	0,9	1,0	1,4	2,5	3,0	1,9	- 4,3	- 4,0	- 3,8
Čína	5,0	4,5	4,2	0,6	0,9	1,8	- 7,4	- 7,6	- 7,7
Japonsko	0,1	1,0	0,9	2,4	1,8	1,9	- 6,9	- 3,1	2,8
India	8,2	6,5	6,5	4,4	4,1	4,1	- 2,4	- 2,1	- 2,2

Zdroj: Investment Institute UniCredit

* Údaje mimo WDA. Upravené na pracovné dni: - 0,2 % (2024), 0,8 % (2025) a 1,0 % (2026)

ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

	Aktuálne	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
ECB	2,75	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
BOE	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
BoJ	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Riksbank	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Norges Bank	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25

Zdroj: Investment Institute UniCredit

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	25. 2. 2025	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozóna					
Depozitná sadzba	2,75	2,50	2,25	2,00	1,75
3M Euribor	2,50	2,43	2,20	1,95	1,75
2Y Schatz	2,07	2,10	2,00	1,90	1,80
10-ročný nemecký dlhopis	2,46	2,30	2,30	2,30	2,30
2Y EUR swap	2,20	2,20	2,10	2,05	1,95
10-ročný EUR swap	2,38	2,30	2,30	2,35	2,35
10-ročné rozpätie Bund – swap	– 7	0	0	5	5
2Y BTP	2,39	2,55	2,45	2,40	2,30
10Y BTP	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60
10-ročné rozpätie BTP – Bund	113	130	130	130	130
USA					
Sadzba Fed	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00
3M OIS SOFR	4,32	4,36	4,11	3,90	3,90
2Y UST	4,09	4,25	4,20	4,10	4,00
10Y UST	4,29	4,50	4,50	4,50	4,50
10-ročné rozpätie UST – Bund	184	220	220	220	220

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ REZERVY

	25. 2. 2025	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR – USD	1,05	1,04	1,03	1,03	1,02
USD – JPY	150	152	150	149	148
EUR – JPY	157	158	155	153	151
GBP – USD	1,27	1,24	1,23	1,23	1,22
EUR – GBP	0,83	0,84	0,84	0,84	0,84
USD – CNY	7,26	7,33	7,40	7,35	7,30
EUR – CNY	7,62	7,62	7,62	7,57	7,45

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	Uzávierka 25. 2. 2025	Polovica roka 2025	Koniec roka 2025
Ropa			
Brent USD/barel.	74	75	78
Akcie			
Euro STOXX 50	5 437	5 200	5 400
STOXX Europe 600	553	540	555
DAX	22 351	21 000	22 500
MSCI Taliansko	100,2	94	100
S&P 500	5 948	6 400	6 800
Nasdaq 100	21 003	22 000	23 500
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	83	85	80
iBoxx Banks Senior	82	90	85
iBoxx High Yield NFI	269	280	270

Zdroj: Bloomberg, S&P Global, Investment Institute UniCredit

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

[Ekonomika](#) | [FI](#) | [FX](#) | [Rizikové aktíva](#)



Vývoj vybraných indexov finančného trhu

Od	25. 2. 2024	25. 2. 2020	25. 2. 2021	25. 2. 2022	25. 2. 2023	25. 2. 2024	25. 2. 2020	1. 1. 2025
Do	25. 2. 2025	25. 2. 2021	25. 2. 2022	25. 2. 2023	25. 2. 2024	25. 2. 2025	25. 2. 2025	25. 2. 2025
INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	16,8	24,8	10,0	- 4,8	24,4	16,8	85,8	3,1
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	12,8	36,0	- 13,2	- 13,0	7,3	12,8	22,4	4,6
MSCI USA (v USD)	19,2	27,6	14,2	- 6,6	29,1	19,2	105,3	1,4
MSCI Európa (v EUR)	15,5	3,5	14,3	8,0	11,2	15,5	60,1	9,7
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	11,5	36,8	- 13,4	- 9,1	10,8	11,5	31,5	3,5
STOXX Europe 600 (v EUR)	15,6	4,5	13,1	7,6	11,1	15,6	59,1	9,4
DAX 40 (Nemecko v EUR)	28,6	8,7	5,0	8,2	12,6	28,6	75,2	12,6
MSCI Taliansko (v EUR)	26,7	- 2,3	15,5	12,7	28,3	26,7	103,6	14,1
ATX (Rakúsko, v EUR)	27,9	6,1	18,1	6,5	2,6	27,9	67,7	12,2
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	17,4	5,0	15,7	- 1,2	5,4	17,4	45,0	12,3
S&P 500 (USA, v USD)	19,1	25,1	16,1	- 5,9	28,9	19,1	105,8	1,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	- 0,8	37,2	- 10,8	8,1	47,3	- 0,8	86,3	- 4,2
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	17,5	37,1	- 14,9	- 8,3	- 12,8	17,5	7,2	0,0
INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (celkový výnos, v %)								
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	4,1	1,4	- 2,0	- 13,4	0,5	4,1	- 9,3	2,7
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	4,6	0,0	- 2,1	- 9,9	1,7	4,6	- 5,6	2,1
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	6,7	2,2	- 3,5	- 9,0	6,1	6,7	1,7	2,1
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	2,6	- 2,3	- 3,7	- 17,4	3,6	2,6	- 17,2	- 0,1
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	3,9	- 0,8	- 4,0	- 15,3	4,4	3,9	- 12,3	0,1
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	6,2	0,6	- 4,3	- 9,4	6,0	6,2	- 1,8	0,9
VÝNOSY DLHOPISOV (zmena v bázičných bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	0	16	49	199	37	0	296	- 28
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	- 27	- 37	94	255	17	- 27	290	- 23
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	- 34	- 38	107	236	- 7	- 34	259	- 23
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	1	23	46	235	- 9	1	293	6
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 10	12	52	243	- 15	- 10	281	4
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 55	4	103	265	- 40	- 55	278	- 8
SPREADY ŠTÁTNYCH DLHOPISOV (úverové rozpätia, zmena v bázičných bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	- 12	- 20	32	- 4	- 33	- 12	- 29	2
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	- 39	- 85	20	35	- 107	- 39	- 134	- 8
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	- 24	- 10	47	- 2	- 18	- 24	0	- 12
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	- 56	- 42	115	- 23	- 81	- 56	- 58	- 30
VÝMENNÉ KURZY EURA (zmena v %)								
Americký dolár (EUR – USD)	- 3,3	12,4	- 8,3	- 5,3	2,1	- 3,3	- 3,2	1,0
Britská libra (EUR – GBP)	- 3,0	2,7	- 3,1	5,7	- 3,2	- 3,0	- 0,9	0,0
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	- 1,7	4,4	- 6,1	- 4,1	- 3,7	- 1,7	- 11,5	- 0,3
Japonský jen (EUR – JPY)	- 3,8	8,0	- 0,1	11,9	13,7	- 3,8	31,1	- 3,6
KOMODITY (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	41,9	5,0	5,6	- 6,3	11,6	41,9	67,2	10,1
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	12,6	47,9	23,4	- 19,4	- 9,7	12,6	52,3	4,4
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	43,0	8,5	6,2	- 6,0	11,7	43,0	75,2	10,4
Ropa (Brent, v USD za barel)	- 11,2	22,2	46,5	- 16,0	0,2	- 11,2	31,0	- 2,2

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 25. februáru 2025)

Poznámka: Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady.

Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu.





UniCredit S.p.A.
Investment Institute
UniCredit



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Miláno



E-mail
the-investment-institute@unicredit.eu

Online
www.the-investment-institute.unicredit.eu

GENERÁTORÝ NÁPADOV

Manuela D'Onofrio
Vedúca oddelenia GIS

Fabio Petti
Zástupca vedúceho oddelenia GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Taliansko

Philip Gisdakis
CIO, Nemecko

Oliver Prinz
CIO, Rakúsko

Marco Valli
Vedúci oddelenia
makroekonomických analýz

.....

Tullia Buccová

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federicová

Eszter Gárgyánová

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestreová

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemannová

HLAVNÝ REDAKTOR

Edoardo Campanella

VEDÚCA REDAKTORKA

Tullia Buccová

Tobias Keller

DIZAJN

Isla Morganová

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvezová

Maik Dornheim

Ivana Milojevičová

Kim Steinsberger

VÝROBA

Frank Blaser

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Neeová

Axel Schwer

Sandra Schleiterová

Matthew Stevenson

Till Welzel

Právne oznámenia

Glosár

Pojmy použité v správe sú k dispozícii na našej webovej stránke: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Marketingová komunikácia

Táto publikácia predstavuje marketingovú komunikáciu spoločností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank GmbH (ďalej spoločne len „skupina UniCredit“), je určená širokej verejnosti a poskytuje sa bezplatne len pre informáciu. Nepredstavuje investičné odporúčanie alebo poradenskú činnosť zo strany skupiny UniCredit, a už vôbec nie ponuku pre verejnosť akéhokoľvek druhu ani výzvu na nákup alebo predaj cenných papierov. Informácie uvedené v tomto dokumente nepredstavujú investičný prieskum ani finančnú analýzu, keďže okrem toho, že nemajú dostatočný obsah, neboli vypracované v súlade s právnymi požiadavkami určenými na podporu nezávislosti investičného prieskumu a nepodliehajú žiadnemu zákazu obchodovania pred šírením investičného prieskumu.

Skupina UniCredit vrátane všetkých spoločností v skupine môže mať špecifický záujem vo vzťahu k emitentom, finančným nástrojom alebo transakciám uvedeným v tejto publikácii. Príslušné informácie o záujmoch a stanoviskách skupiny UniCredit Group sú k dispozícii na adrese: <https://www.investmentinsights.unicredit.eu/conflictsofinterest-positiondisclosures>. Akékoľvek odhady a/alebo hodnotenia uvedené v tejto publikácii predstavujú nezávislý názor skupiny UniCredit a rovnako ako všetky informácie v nej uvedené sú poskytnuté v dobrej viere na základe údajov dostupných k dátumu publikácie a prevzatých zo spoľahlivých zdrojov, majú však čisto orientačnú hodnotu a môžu sa kedykoľvek po zverejnení zmeniť. Skupina UniCredit neposkytuje žiadne záruky ich úplnosti, správnosti a pravdivosti a nepreberá za ne žiadnu zodpovednosť. Zainteresované strany preto musia vykonávať svoje vlastné hodnotenia investícií úplne samostatne a nezávisle, pričom sa musia spoliehať výlučne na svoje vlastné úvahy o podmienkach na trhu a celkovo dostupných informáciách, a to aj v súlade so svojím rizikovým profilom a ekonomickou situáciou. Investície sú spojené s rizikom. Pred každou transakciou s finančnými nástrojmi si prečítajte príslušné ponukové dokumenty. Treba si tiež uvedomiť, že:

1. Informácie týkajúce sa minulej výkonnosti finančného nástroja, indexu alebo investičnej služby nenaznačujú budúce výsledky.
2. Ak je investícia denominovaná v inej mene, ako je mena investora, hodnota investície môže výrazne kolísať v závislosti od zmien výmenných kurzov a mať nežiaduci vplyv na ziskovosť investície.
3. Investície, ktoré ponúkajú vysoké výnosy, môžu po akomkoľvek znížení bonity podliehať značným cenovým výkyvom. V prípade bankrotu emitenta môže investor prísť o celý kapitál.
4. Investície s vysokou volatilitou môžu podliehať náhlym a značným poklesom hodnoty, pričom môžu v čase predaja generovať značné straty až do výšky celého investovaného kapitálu.
5. V prípade mimoriadnych udalostí môže byť pre investora ťažké predať alebo speňažiť určité investície alebo získať spoľahlivé informácie o ich hodnote.
6. Ak sa informácie týkajú konkrétneho daňového režimu, upozorňujeme, že daňový režim závisí od individuálnej situácie zákazníka a môže sa v budúcnosti zmeniť.
7. Ak sa informácie týkajú budúcich výsledkov, upozorňujeme, že nepredstavujú spoľahlivý ukazovateľ týchto výsledkov.
8. Diverzifikácia nezaručuje zisk ani ochranu pred stratou.

Skupina UniCredit nemôže byť žiadnym spôsobom zodpovedná za skutočnosti alebo škody, ktoré môžu komukoľvek vzniknúť pri použití tohto dokumentu, okrem iného vrátane škôd spôsobených v dôsledku strát, ušlého zisku alebo nerealizovaných úspor. Obsah publikácie – vrátane údajov, noviniek, informácií, obrázkov, grafiky, nákresov, značiek a názvov – vlastní skupina UniCredit. Pokiaľ nie je uvedené inak, vzťahuje sa naň autorské právo a zákon o priemyselnom vlastníctve. Neudeľuje sa žiadna licencia ani právo na používanie, a preto nie je dovolené reprodukovать tento obsah, úplne alebo čiastočne, na akomkoľvek médiu, kopírovať ho, publikovať a používať na komerčné účely bez predchádzajúceho písomného súhlasu skupiny UniCredit, s výnimkou prípadov, keď slúži len na osobné použitie.

E 25/1

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 25. februáru 2025.