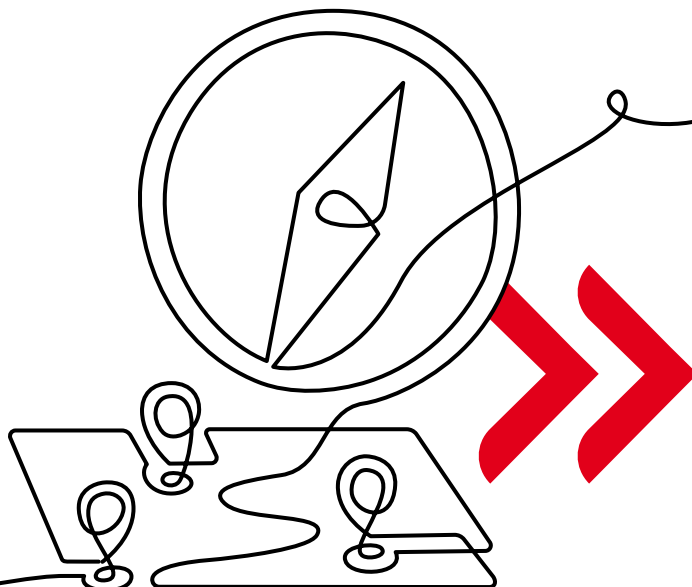


The Compass Checkpoint

10. 4. 2025



Trumpova colná horská dráha

Trhy sa stále vyrovnávajú s hospodárskymi dôsledkami amerického „dňa oslobodenia“. V tomto vydaní *The Compass Checkpoint* sa budeme venovať predbežnému hodnoteniu hospodárskych škôd a dôsledkov pre trhy. Hoci Trumpova administratíva ustúpila a na 90 dní zmrazila clá na úrovni 10 % na všetok dovoz okrem dovozu z Číny, dôveryhodnosť USA bola ohrozená. Príbeh o výnimočnosti USA stratil na sile a daň za neistotu v politike zostáva, pričom investori sa presúvajú k hodnotovým akciám a do Európy. Aj príťažlivosť dolára je predurčená na pokles.

Profesor Harvardskej univerzity Larry Summers povedal, že vzájomné clá sú „najväčším sebapoškodením, ktoré sme si v histórii urobili“. V stávke nie je len kúpna sila amerických spotrebiteľov alebo investičné rozhodnutia amerických firiem. „Deň oslobodenia“ pravdepodobne znamená koniec Pax Americana ako takého – éry, ktorá sa vyznačovala hlbokou ekonomickou integráciou na celom svete. Americký prezident Trump posúva globálny obchodný systém od poriadku založeného na pravidlách k poriadku založenému na dohodách.

Clá sú škodlivé pre hospodárstvo, ale slúžia propagandistickej mašinérii Trumpovej administratívy v jej boji za reindustrializáciu krajiny, zvýšenie príjmov zdanením cudzincov a riešenie obchodného deficitu. Hoci straty na akciových trhoch vyvolané „Dňom oslobodenia“ nemusia pocítiť tých 39 % Američanov, ktorí akcie nevlastnia a mohli by podporiť Trumpov boj proti elitám, ich strata kúpnej sily bude bolestivá – až okolo 5 % disponibilného príjmu pre tých, ktorí sa nachádzajú na konci príjmovej distribúcie.

Ako môže reagovať Európa? Odvetné obchodné opatrenia by viedli len k pretekam na dno. Európa by mala Trumpovu výzvu premeniť na príležitosť riešiť svoje nedostatky v oblasti konkurencieschopnosti, ako sa uvádza v Draghiho správe. MMF odhaduje, že vnútorné bariéry v Európe sa rovnajú clu vo výške 45 % pre výrobu a 110 % pre služby. Dobrým východiskom je oživenie obranného priemyslu v reakcii na vystúpenie USA z NATO. Hoci je však program Readiness 2030 krokom správnym smerom, jeho hlavnou slabinou je, že ide o program na úrovni členských štátov, a nie na úrovni EÚ – EÚ uvoľňuje fiškálne pravidlá a poskytuje úverové linky, ale je na národných vládach, aby konali.

V kontexte roztriešteného medzinárodného systému a totálnej obchodnej vojny nie je možné reagovať na vnútroštátnej úrovni. Je potrebná reakcia na úrovni kontinentu, ktorá by využila kritickú veľkosť a potenciál Európy na vytvorenie prvej línie hospodárskej obrany.

Manuela D’Onofriová
Vedúca,
Investment Institute

Fabio Petti
Podpredseda,
Investment Institute

Edoardo Campanella
Riaditeľ a hlavný redaktor,
Investment Institute

POHĽADY CIO 2

GLOBÁLNE PRÍBEHY 3

- „Deň oslobodenia“ vrhá tieň na hospodárske vyhliadky
- Clá pravdepodobne zvýšia vládne príjmy, ale nie výrazne
- Obranný balík EÚ a vedúca úloha Nemecka

Predmet 1: Preklenutie rozdielov v záujme ochrany budúcnosti Európy

PRÍBEHY Z TRHU 13

Čo sa deje na trhu?

- Akcie
- Pevný príjem
- Komodity
- Devízový trh

Predmet 2: Vyššie výdavky na obranu, vyššie výnosy? Nie nevyhnutne

Predmet 3: Ktoré sektory budú ťažiť z vyšších výdavkov EÚ na obranu?

ALOKÁCIA AKTÍV 23

TABUĽKY S PROGNÓZAMI 24



Oznámenie amerického prezidenta Donalda Trumpa z 2. apríla o novom globálnom obchodnom systéme vyvolalo na trhoch chaos. Spočiatku najviac utrpeli americké akcie, pričom výrazne klesli aj európske a ázijské trhy. Ceny rizikových aktív, ako napríklad ropy, klesli, zatiaľ čo dlhopisy a americký dolár oslabili.

Väčšina analytikov považovala oznámenie o clách za prekonanie aj tých najpesimistickejších scenárov, o ktorých sa predtým diskutovalo. Trhy boli šokované rozsahom zvýšenia ciel, ktoré by v prípade úplného zavedenia zvýšili priemerné clo v USA na podobnú úroveň ako po zavedení neslávne známeho Smoot-Hawleyho colného zákona z roku 1930. Keďže nový obchodný systém je zameraný na vyvážené obchodné vzťahy, znamenalo by to prudký odklon od efektívnosti globálnej ekonomiky, ktorej hybnou silou je deľba práce. Neistota pramení aj z toho, či je Trumpov prístup transakčný (snaha o ústupky prostredníctvom rokovanií), alebo transformačný (snaha o úplnú zmenu globálneho obchodného systému).

Vzhľadom na vážne hospodárske škody, ktoré by úplné zavedenie ciel spôsobilo v celosvetovom aj domácom meradle, stále vidíme veľkú šancu, že ide o úvodný manéver pre rokovania – ako to zrejme naznačuje Trumpovo rozhodnutie zmraziť clá na väčšinu krajín na 10 % na 90 dní. Odvetné opatrenia však pravdepodobne situáciu ešte viac vyostria a spoľahlivosť USA je teraz celosvetovo spochybňovaná. Keďže USA majú v oblasti služieb značný prebytok, ich podnikový sektor, ktorý im kedysi svet závidel, je zraniteľný.

Ako by sa k tomu mali investori postaviť v takomto bezprecedentnom prostredí? Takáto vysoká neistota si vyžaduje vyhýbanie sa veľkým smerovým obchodom. Preto sme ponechali naše doterajšie stanovisko nezmenené, čo svedčí o neutrálnom postoji k akciám. Okrem toho bude potrebná značná taktická flexibilita, aby bolo možné rýchlo reagovať na zmeny. V oblasti akcií naďalej uprednostňujeme spoločnosti a sektory so stabilným a odolným obchodným profilom, pretože kvalita ponúka stabilitu v nestabilných časoch. Vo všeobecnosti sa v dôsledku poklesu trhu vytvorili aj príležitosti na selektívne doplnenie portfólia a akékoľvek náznaky zmiernenia alebo konštruktívneho riešenia diskusie o clách pravdepodobne povedú k rastu trhov.

V oblasti pevných výnosov (FI) sa nám oplatilo držať štátne dlhopisy, vysokokvalitné podnikové úvery a dlh rozvíjajúcich sa trhov (EM) a vyhýbať sa rizikovým oblastiam FI, ako sú dlhopisy s vysokým výnosom (HY). Držíme sa našej stratégie preferovať vyvážené portfóliá so zmiešanými aktívami. Okrem toho, hoci investori musia byť v najbližšom období pripravení na pokračujúcu volatilitu a ešte väčšie straty, základná odolnosť európskych a amerických ekonomík, ktorá sa pred colným šokom odrážala v silnom raste a očakávaniach ziskov, by im mohla poskytovať určitú útechu. Z európskeho hľadiska poskytnú strednodobú podporu plány na rozsiahle investície do infraštruktúry a obrany v Nemecku, čo naznačuje, že po colnom šoku existujú lepšie vyhliadky.

Alessandro Caviglia
CIO pre Taliansko

Philip Gisdakis
CIO pre Nemecko

Oliver Prinz
CIO pre Rakúsko



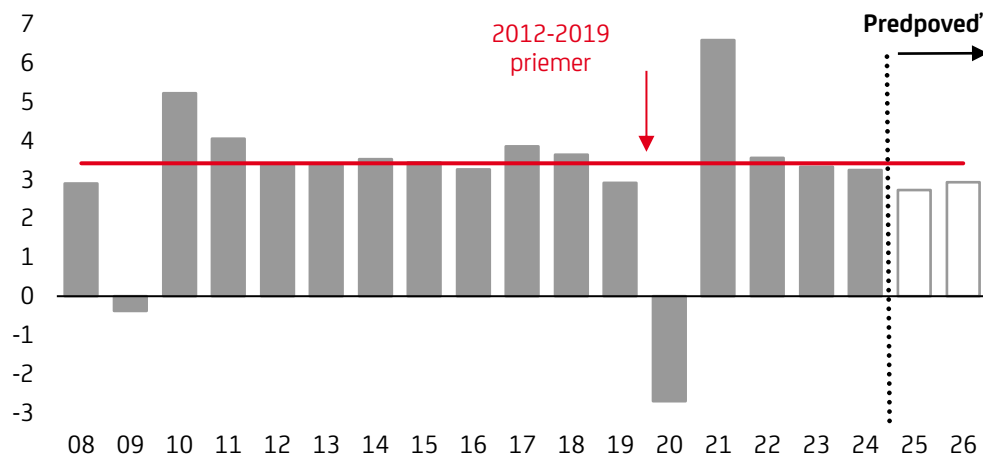


„Deň oslobodenia“ vrhá tieň na hospodárske vyhliadky

Americký „recipročný“ colný plán oznámený 2. apríla bol podstatne agresívnejší, než sme očakávali. Ak by sa zaviedol v plnej miere, priemerné obchodne vážené clo na dovoz tovaru do USA by sa zvýšilo z minuloročných niečo vyše 2 % na 20 – 25 %, čo je najvyššia úroveň prinajmenšom od 30. rokov 20. storočia. Dňa 9. apríla Trumpova administratíva oznámila 90-dňové pozastavenie „recipročných“ ciel s výnimkou univerzálnej 10 % sadzby (ktorá bola zavedená 5. apríla) a s výnimkou Číny, ktorá bude čeliť trestnej 125 % sadzbe po tom, ako oznámila ďalšie odvetné clá voči USA. Na Kanadu a Mexiko sa nevzťahuje univerzálna colná sadzba 10 %, ale nulové clo na tovar, ktorý je v súlade s USMCA, a 25 % clo na tovar, ktorý nie je v súlade s USMCA, ktoré by sa znížilo na 12 %, ak by sa vyriešil spor o tok nelegálnych drog a nelegálnu migráciu.

V čase písania tohto článku je situácia stále veľmi premenlivá. Vychádzame z toho, že univerzálne 10 % clo bude trvať, vyššie „recipročné“ clá na takmer všetky krajiny budú pravdepodobne zrušené, zatiaľ čo Čína bude pravdepodobne čeliť oveľa vyšším clám ako ostatní obchodní partneri USA, ale nižším ako súčasných represívnych 125 %. V tomto prostredí vidíme rast globálneho HDP v tomto roku mierne nad 2,5 %, čo je pod jeho historickým priemerom, ale nie je to recesia. Riziká sú obojstranné. Hlavným rizikom je zavedenie vyšších „recipročných“ ciel po 90-dňovej prestávke.

GRAF 1.1 RAST GLOBÁLNEHO HDP SA ZREJME SPOMALÍ, ALE NEDÔJDE K RECESII
GLOBÁLNY REÁLNY HDP, % R/R



Zdroj: IMF, Investment Institute UniCredit



Dilema Fedu

Našu prognózu rastu v USA znižujeme na 1,7 % v tomto roku (z 2,2 %) a na 1,9 % v budúcom roku (z 2,3 %), pričom našu prognózu inflácie CPI zvyšujeme na 3,2 % v tomto roku (z 2,9 %) a na 3,2 % v budúcom roku (z 2,5 %), najmä v reakcii na vyššie clá v USA a odvetné opatrenia obchodných partnerov. Stále očakávame, že ešte v tomto roku bude prijatý fiškálny balík vrátane predĺženia zníženia daní fyzických osôb, ale pravdepodobnosť významného ďalšieho zníženia daní sa zdá byť nízka. Našu prognózu priemerného ročného rastu na úrovni 1,7 % na rok 2025 určite vylepšuje štatistický prenosový efekt zo silného konca minulého roka, ktorý prispieva veľkou mierou 1,0 percentuálneho bodu. Podľa našej novej prognózy je postupný štvrťročný rast v tomto roku tlmený, pričom medziročný rast HDP v 4. kvartáli 2025 dosiahol len 1,2 % (o 1 percentuálny bod menej ako naša predchádzajúca prognóza).

Hlavnými faktormi sú: **1.** vyššia inflácia, pričom medziročná jadrová inflácia CPI sa na konci tohto roka zvýši na 4,0 %, čo je o 1 p. b. viac, ako sme predpokladali v predchádzajúcej prognóze, keďže vyššie clá zvyšujú ceny dovážaných tovarov pre spotrebiteľov a sprostredkovateľov; **2.** šetrnejšia nálada spotrebiteľov, ktorá má vplyv na výdavky a **3.** sprísnenie finančných podmienok prostredníctvom nižších cien rizikových aktív. Teraz vidíme, že Fed tento rok zníži úrokové sadzby len raz (namiesto dvakrát), a to na 4,25 % v 4. kvartáli 2025 a v polovici budúceho roka ich zníži ešte raz. Fed bude vo veľmi ťažkej situácii, keď bude čeliť výrazne vyššej inflácii a slabému hospodárskemu rastu. Ak nenastane recesia, čo nie je náš základný scenár, potom centrálna banka nebude môcť znížiť sadzby o veľa, ak vôbec. Fed bude musieť konať, aby zabránil zvýšeniu dlhodobějších inflačných očakávaní, ktoré sú teraz po nedávnom období vysokej inflácie pravdepodobne krehkejšie.

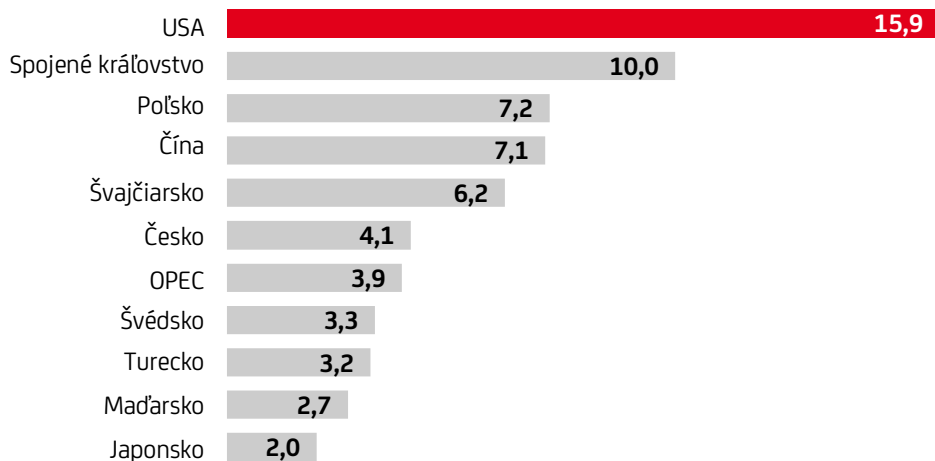
Vplyv cieľ na rast HDP eurozóny

V eurozóne mierne znižujeme prognózu rastu HDP na tento rok (z 0,9 % na 0,8 %) a na rok 2026 (z 1,2 % na 1,0 %). V medzikvartálnom vyjadrení bude rast v tomto roku pravdepodobne veľmi slabý, v priemere 0,1 – 0,2 %, a potom sa v priebehu roka 2026 opäť zrýchli. Nové čísla odrážajú náš názor, že vplyv vyšších cieľ a neistota týkajúca sa výsledku nadchádzajúcich rokovaní s Bielym domom viac než vykompenzujú pozitívny impulz vyplývajúci z fiškálnej expanzie Nemecka a plánu na zvýšenie vojenských výdavkov v EÚ (Readiness 2030). Vzhľadom na to, že fiškálna podpora sa v tomto roku pravdepodobne neprejaví, zhoršujúce sa vyhliadky svetového obchodu a nízka viditeľnosť podnikov pravdepodobne v najbližšom období zaťažia plány kapitálových výdavkov a zvýšia riziká negatívneho vývoja na trhu práce, najmä vo výrobnom sektore, kde je počet zamestnancov v porovnaní so súčasnou a očakávanou úrovňou aktivity naďalej vysoký. To pravdepodobne oslabí dôveru domácností a zabráni ďalšiemu poklesu miery úspor, ktorá zostáva vysoko nad úrovňou pred pandémie. Odhadujeme, že vplyv vyšších výdavkov na infraštruktúru a obranu v Nemecku na ostatné krajiny eurozóny bude pozitívny, ale malý, a to v dôsledku prísnejších finančných podmienok (najmä prostredníctvom vyšších dlhodobých sadzieb a zhodnotenia eura), ktoré boli vyvolané oznámeniami o fiškálnej politike.



GRAF 1.2: BOLESTIVÉ CLÁ

VÝVOZ EUROZÓNY DO KRAJÍN HLAVNÝCH OBCHODNÝCH PARTNEROV (% VÝVOZU MIMO EUROZÓNY)



Zdroj: Eurostat, Investment Institute UniCredit

Ak sa ukáže, že reakcia EÚ na vyššie americké clá bude odmeraná, ako očakávame, obchodná vojna pravdepodobne nebude mať pre eurozónu inflačný charakter. Ceny energií klesli v súvislosti s rastúcim rizikom globálneho poklesu, zatiaľ čo euro sa od 2. apríla obchoduje pevne voči USD aj v obchodne váženom vyjadrení. Inflácia by tak mala v najbližších štvrťrokoch udržateľne dosiahnuť 2 %, keďže pomalší rast miezd podporuje ďalšiu dezinfláciu v sektore služieb. Tlak na ceny procesov vo výrobnom sektore dosiahol dno, ale na rozdiel od toho, čo očakávame v prípade USA, pravdepodobne zostane relatívne slabý, čo bude pravdepodobne tlmené preorientovaním globálnych obchodných tokov smerom od USA. Predstihové ukazovatele signalizujú rýchlejšiu infláciu potravín v krátkom čase, ale pochybujeme, že toto zrýchlenie bude problematické. Vzhľadom na rastúce riziká poklesu hospodárskej aktivity sme preto presvedčení, že ECB bude môcť úrokové sadzby ďalej znižovať. K nášmu postupu uvoľňovania menovej politiky pridávame jedno zníženie sadzieb o 25 bazických bodov. V súčasnosti vidíme koncovú sadzbu na úrovni 1,75 % s pohybmi na aprílovom, júnovom a septembrovom zasadnutí.

Čínske hospodárstvo ťažko zasiahli clá

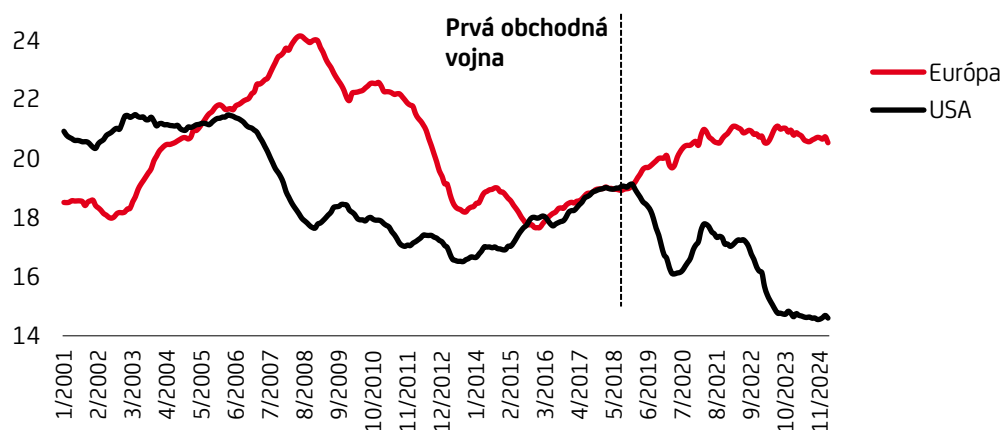
V reakcii na Trumpove „recipročné“ clá vo výške 54 % na takmer všetky čínske výrobky Peking odpovedal odvetným clom vo výške 34 % na takmer všetok dovoz z USA a vývoznými obmedzeniami na sedem nerastov vzácnych zemín. Potom Trump reagoval ďalšími 50 % clami, ktoré Peking v plnej miere dorovnal. V čase písania tohto článku sú clá USA uvalené na Čínu na úrovni 125 %, hoci sa zdá pravdepodobné, že clá sa z tejto reštriktívnej úrovne trochu znížia. Táto nová eskalácia obchodnej vojny predstavuje riziko podstatného ohrozenia vyhládok rastu Číny. Ešte pred americkým „Dňom oslobodenia“ sme očakávali, že HDP Číny v roku 2025 porastie približne o 4,5 % – čo je menej ako cieľ stanovený Pekingom na úrovni 5 %. Vzhľadom na to, že kľúčovým faktorom rastu Číny zostáva zahraničný dopyt, ktorý v roku 2024 predstavuje takmer dve tretiny hospodárskej expanzie, znižujeme náš odhad rastu HDP na rok 2025 na 4,0 % (zo 4,5 %) a na rok 2026 na 3,8 % (zo 4,2 %). Napriek pokusom Pekingu oddeliť sa od USA po prvej obchodnej vojne s Trumpom (graf 1.3) je americký trh pre čínsku ekonomiku stále dôležitý, keďže predstavuje približne 14 % celkového vývozu



krajiny. Okrem toho clá na ostatné ázijské ekonomiky predstavujú riziko narušenia vysoko integrovaných hodnotových reťazcov, v ktorých Čína zohráva ústrednú úlohu. V tomto kontexte veľkej neistoty očakávame, že menová aj fiškálna politika budú viac podporné, čím sa vykompenzujú niektoré negatívne účinky obchodnej vojny.

GRAF 1.3: POKUSY ČÍNY ODDALIŤ SA OD USA

VÝVOZ ČÍNY HLAVNÝM OBCHODNÝM PARTNEROM (% CELKOVÉHO VÝVOZU, 12M/MA)



Zdroj: Čínske colné štatistiky, Investment Institute UniCredit

Clá pravdepodobne zvýšia vládne príjmy, ale nie výrazne

Trumpova administratíva často uvádza tri dôvody pre zvýšenie ciel: po prvé, aby napravila to, čo považuje za nespravodlivé obchodné praktiky, a aby vrátila výrobné aktivity a pracovné miesta do USA, po druhé, aby použila clá ako nástroj na vyjednávanie a po tretie, ako prostriedok na získanie významných príjmov do federálneho rozpočtu. V tejto časti sa budeme zaoberať tretím dôvodom, teda tým, či je pravdepodobné, že colný plán administratívy prinesie významné federálne príjmy.

Pri posudzovaní vplyvu vyšších ciel USA na federálne príjmy zvažujeme štyri hlavné kanály:

1. zvýšenie obchodne váženej priemernej sadzby,
2. zníženie dopytu po dovoze v dôsledku vyšších (post-tarifných) dovozných cien,
3. substitúcia z tovarov s vyššou colnou sadzbou na tovary s nižšou colnou sadzbou,
4. nepriame účinky nižšieho rastu HDP na federálne príjmy.

Každú z nich preberieme postupne.



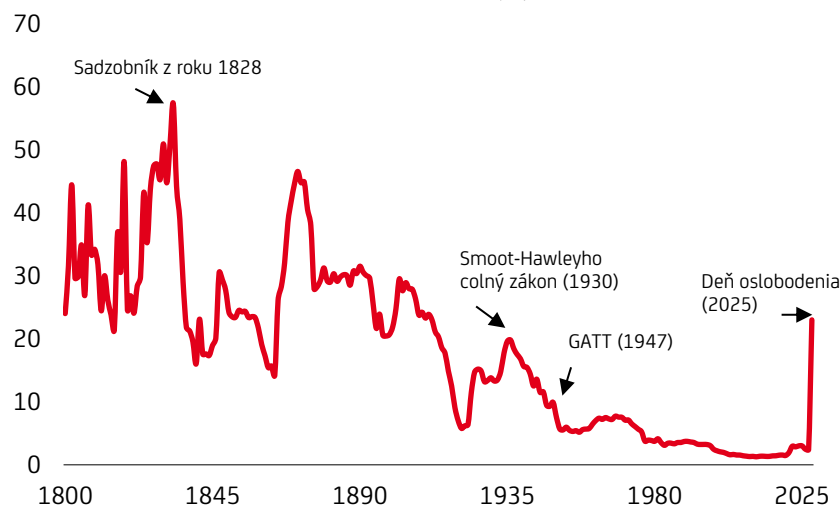
1. Výrazný nárast priemernej colnej sadzby v USA

Plán „recipročných“ ciel z 2. apríla, ďalšie doteraz oznámené clá a pravdepodobné ďalšie sektorové clá by podľa nášho odhadu mali zvýšiť priemerné obchodne vážené clo na dovoz z USA na 20 – 25 % z minuloročnej hodnoty mierne prevyšujúcej 2 %. Táto predpoveď vychádza z rôznych predpokladov vrátane podielov na dovoze a sektorových ciel, ktoré ešte neboli oznámené (na lieky, polovodiče, kritické minerály, meď a drevo). Ak by sa zvýšenia ciel realizovali v plnej miere, priemerná colná sadzba v USA by sa pravdepodobne dostala na podobnú úroveň ako po neslávne známom Smoot-Hawleyho colnom zákone z 30. rokov 20. storočia. Investorov prekvapil nielen rozsah zvýšenia ciel, ale aj metodika použitá na výpočet sadzieb pre jednotlivé krajiny. Vzorec je založený na pomere deficitu obchodnej bilancie USA s každou krajinou k hodnote tovaru dovezeného z danej krajiny. Výsledná colná sadzba je polovica tohto pomeru. Tento zjednodušený prístup je v rozpore s predchádzajúcimi sľubmi, že clá budú odrážať individuálne obchodné prekážky, čo naznačuje, že cieľom je vyvážiť obchodné vzťahy pre každú krajinu. Okrem toho táto metóda nezahŕňa služby, ako sú finančné a IT služby, ktoré v prípade európskych krajín často vyrovnávajú nerovnováhu v obchode s tovarom s USA.

Oznámenie z 9. apríla, že „recipročné“ clá (nad univerzálnych 10 %) budú pozastavené na 90 dní pre všetky krajiny okrem Číny, naznačuje, že tieto „recipročné“ clá budú pravdepodobne zrušené po rokovaníach pre väčšinu alebo všetkých obchodných partnerov (okrem Číny). V tejto časti sa však pozrieme na to, koľko by federálna vláda USA mohla získať na dodatočných príjmoch v prípade rizikového scenára, v ktorom sa clá z 2. apríla zavedú v plnej výške.

Ak by sa hodnota dovozu a jeho zloženie od roku 2024 nezmenili, zvýšenie priemernej sadzby o 20 percentuálnych bodov by zvýšilo clo približne o 660 miliárd USD ročne (alebo o 6,6 bilióna USD za desať rokov). Týmto jednoduchým výpočtom získame pomerne vysokú sumu, ktorá je však z dôvodov, ktoré si uvedieme ďalej, značne nadhodnotená. Pre porovnanie, predĺženie platnosti daňových úľav pre fyzické osoby zo zákona o daňových úľavách a zamestnanosti z roku 2017 po skončení tohto roka by stálo približne 4,2 bilióna USD počas desiatich rokov.

GRAF 1.4: CLÁ V USA BY SA ZVÝŠILI NA NAJVYŠŠIU ÚROVEŇ ZA POSLEDNÝCH 100 ROKOV, AK BY SA V PLNEJ MIERE REALIZOVAL PLÁN „RECIPROČNÝCH“ CIEL
EFEKTÍVNA COLNÁ SADZBA NA DOVOZ DO USA (%)



Zdroj: Budget Lab v Yale, Investment Institute UniCredit

Poznámka: Červená čiara nezahŕňa dodatočné 71 % odvetné clo na Čínu, ktoré nadobudlo účinnosť 9. apríla.



2. Dovoz pravdepodobne prudko klesne

Vyššie clá výrazne ovplyvnia dopyt po dovoze do USA, pričom rozsah tohto vplyvu bude závisieť od elasticity dopytu voči dovozným cenám a od toho, do akej miery zahraniční vývozcovia znížia svoje ceny v reakcii na clá, ako aj od pohybu hodnoty amerického dolára. Počas (relatívne malého) zvýšenia ciel v rokoch 2018 – 2019 väčšina štúdií zistila, že zahraniční vývozcovia neznížili svoje ceny a že americký dolár mierne posilnil. V poslednom kole ciel sa obchodne vážený americký dolár znehodnotil (od začiatku roka o viac ako 5 %), zatiaľ čo ceny dovozu tovaru (pred zavedením ciel) z Číny do USA vo februári vzrástli, a to aj napriek dodatočnému 10 % clu, ktoré nadobudlo účinnosť 4. februára. Oslabenie amerického dolára je pravdepodobne čiastočne spôsobené tým, že investori predpokladajú ďalšie znižovanie sadzieb zo strany Fedu (myslíme si, že sa mýlia), ale predpokladáme, že časť z toho je spôsobená aj tým, že investori prehodnocujú status americkej meny ako rezervnej meny a bezpečného útočiska. Ak zahraniční vývozcovia neznížia svoje ceny a obchodne vážený americký dolár zostane v podstate nezmenený, potom sa celé zvýšenie ciel premietne do dovozných cien. To, či sa tieto náklady prenesu na spotrebiteľov, bude závisieť od ziskových marží amerických maloobchodníkov a iných amerických firiem.

V akademickom dokumente¹ o zvýšení ciel v USA v rokoch 2018 – 2019 sa zistilo, že 10 % clo bolo spojené s 10 % poklesom dovozu v prvých troch mesiacoch, pričom tento pokles sa časom zdvojnásobil. Zvýšenie ciel v rokoch 2018 – 19 však bolo takmer úplne zamerané na Čínu a existujú dôkazy, že čínsky vývoz bol presmerovaný cez tretie krajiny do USA, aby sa vyhol vyšším clám. Tentoraz bude pravdepodobne ťažšie nájsť alternatívy, pretože clá sa uplatňujú v oveľa širšom rozsahu, takže predpokladáme, že elasticita dovozu voči clám bude nižšia. Zvýšenie priemerného cla v USA o 20 percentuálnych bodov by mohlo časom znížiť dovoz do USA až o 20 %. V takom prípade by dodatočné príjmy z ciel klesli na 5,3 bilióna USD za desať rokov, čo je len o niečo viac ako náklady na predĺženie daňových úľav pre fyzické osoby.

3. Presmerovanie obchodu z krajín s vysokými clami do krajín s nižšími clami

Zvýšenie ciel nie je v jednotlivých krajinách jednotné, najmä pokiaľ ide o „individualizované“ clá, ktoré začali platiť 9. apríla pre hlavných obchodných partnerov USA. Vo všeobecnosti sú tohtoročné dodatočne uplatňované clá vyššie v ázijských ekonomikách, najmä v Číne (104 %), Vietname (46 %), na Taiwane (36 %), v Thajsku (36 %) a Indonézii (32 %). EÚ čelí dodatočnému 20 % clu, zatiaľ čo Mexiko a Kanada získali preferenčné zaobchádzanie (tovar v súlade s USMCA zostane bez cla). Toto diferencované zaobchádzanie pravdepodobne spôsobí určitý odklon obchodu, pričom dovoz z USA sa bude presmerovávať z krajín s vyššími clami na alternatívy v krajinách s nižšími clami. To zníži colné príjmy pri rovnakých ostatných podmienkach, ale rozsah je veľmi ťažké odhadnúť. Z tohto dôvodu považujeme odhad nárastu príjmov z ciel uvedený v predchádzajúcej časti za hornú hranicu.

¹ Pozri Amiti, Redding a Weinstein (2020), *Who's Paying for the US Tariffs? A Longer-Term Perspective*, Národný úrad pre ekonomický výskum, pracovná správa 26610, január 2020.



4.

Clá budú mať vplyv na rast HDP, a teda aj na daňové príjmy

Vyššie clá spomalia ekonomiku USA, pričom ich rozsah bude závisieť od odvetných opatrení obchodných partnerov krajiny. Podľa našej novej prognózy bude HDP na konci roka 2026 v porovnaní s predchádzajúcou prognózou nižší o 1,0 % (čo predstavuje približne 300 mld. USD). Časť zníženého rastu pochádza z neistoty v oblasti politiky a horších vyhliadok do budúcnosti, čo spôsobuje oneskorenie spotreby, prijímania zamestnancov a investícií, ktoré bude pravdepodobne len dočasné. Z dlhodobého hľadiska však mnohé štúdie zistili, že nižšia otvorenosť obchodu znižuje rast produktivity (v dôsledku menšej konkurencie zo strany zahraničných firiem, nižšej špecializácie, nižších úspor z rozsahu a nižších zručností a prenosu technológií, ktoré sú zahrnuté v obchodných tokoch a s nimi spojené). Podľa jednej zo široko citovaných štúdií² bola elasticita príjmu na obyvateľa voči obchodu približne 0,5. Takže 10 % pokles objemu obchodu by v dlhodobom horizonte znížil príjem na obyvateľa o 5 %. Ak dovoz do USA klesne až o 20 %, znamená to, že príjmy v USA budú až o 10 % nižšie, ako by boli v dlhodobom horizonte. Z interaktívnej tabuľky, ktorú minulý rok zverejnil Rozpočtový úrad Kongresu (CBO)³, vyplýva, že každoročný pokles rastu produktivity o 1 percentuálny bod v porovnaní so základným scenárom CBO by mohol znížiť federálne príjmy o viac ako 4 miliardy USD v priebehu desiatich rokov. Čiastočne to kompenzuje vplyv cieľ na zvyšovanie daňových príjmov, ktoré zvyšujú cenovú hladinu a tým aj nominálny základ dane. Celkovo po zohľadnení nepriamych účinkov očakávame, že zavedenie týchto cieľ priniesie len malé zlepšenie federálneho rozpočtu.

Obranný balík EÚ a vedúca úloha Nemecka

Pred tým, ako sa recipročné clá dostali do popredia politickej diskusie, sa investori sústredili na správy o zámeroch Európy zvýšiť výdavky na obranu v dôsledku Trumpovej hrozby vystúpenia z NATO. Cieľom obranného balíka EÚ, plánu ReArm Europe/Readiness 2030, je mobilizovať takmer 800 miliárd eur (pozri [Krátky pohľad](#)). Plán predpokladá **1.** národnú únikovú doložku (NEC) Paktu stability a rastu a **2.** úverový nástroj vo výške 150 miliárd eur – Bezpečnostná akcia pre Európu (SAFE) – na cezhraničné projekty súvisiace s obranou. Hoci je ReArm Europe krokom správnym smerom a zvýšil príťažlivosť Európy pre investorov do akcií, plán môže byť nedostatočný. Napriek názvu ide o program na úrovni členských štátov, nie na úrovni EÚ. Inými slovami, EÚ uvoľňuje fiškálne pravidlá a poskytuje úverové linky, ale potom je na národných vládach, aby prijali opatrenia.

Vďaka NEC bude mať Nemecko dostatočný priestor na ďalšie zvyšovanie výdavkov na obranu (zo súčasných približne 2 % HDP) a očakávame, že bude jedným z hlavných prispievateľov do tohto plánu. Malé krajiny EÚ, ktoré majú lepšiu dlhovú pozíciu, budú pravdepodobne tiež chcieť zvýšiť výdavky na obranu, aj keď už teraz vynakladajú na obranu viac ako 2 % HDP. V rámci tohto plánu však môžu nakoniec mobilizovať pomerne obmedzené množstvo zdrojov. Belgicko, Francúzsko, Taliansko a Španielsko namiesto toho pravdepodobne zaujmú opatrnejší prístup, pričom sa budú snažiť nájsť správnu rovnováhu medzi potrebou zvýšiť výdavky na obranu (ktoré sú relatívne nízke) a vyhliadkou, že to v strednodobom horizonte zvýši verejný dlh (ktorý je už teraz relatívne vysoký). Bez povinných záväzkov bude pokúšenie zadarmo sa povoziť na tých, ktorí zvyšujú výdavky na obranu, veľké.

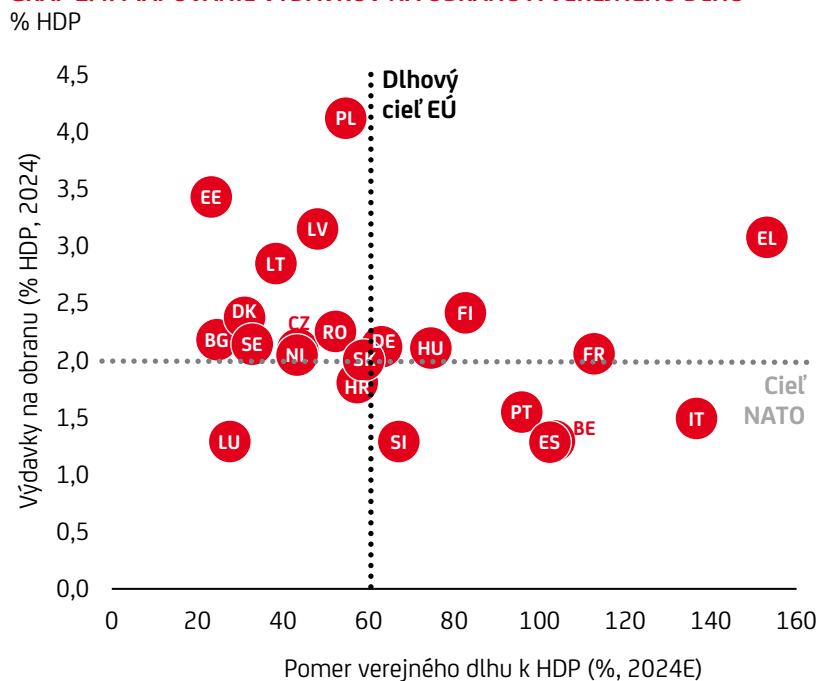
² Feyrer, James (2009), *Trade and Income: Exploiting Time Series in Geography*, Národný úrad pre ekonomický výskum, pracovná správa č. 14910.

³ Pozri Rozpočtový úrad Kongresu (2023), *Workbook for How Changes in Economic Conditions Might Affect the Federal Budget: 2023 to 2033*.



Okrem toho, keď už nebudú existovať okolnosti, ktoré by umožňovali výnimku z fiškálnych pravidiel EÚ, a keď sa zabezpečí štrukturálne zvýšenie výdavkov na obranu, vlády budú musieť zmeniť priority výdavkov. To by sa mohlo ukázať ako ťažká politická voľba. Z týchto dôvodov by podľa nášho názoru bolo múdre, keby členské štáty využili flexibilitu fiškálnych pravidiel a príťažlivosť pôžičiek EÚ na zvýšenie spoločných investícií do obrany a riešenie existujúcich kritických nedostatkov v spôsobilostiach z hľadiska priorít EÚ a NATO – aj keď sa vlády môžu ťažko dohodnúť na tom, kde minúť peniaze na cezhraničné investície, pretože každá z nich bude chcieť maximalizovať ekonomické výhody pre svojich vlastných voličov. Tým sa podporí inovácia, konkurencieschopnosť a strednodobý rast a zároveň sa pripraví pôda pre skutočnú európsku obrannú úniu.

GRAF 1.4: MAPOVANIE VÝDAVKOV NA OBRANU A VEREJNÉHO DLHU



Zdroj: EC, Eurostat, NATO, Investment Institute UniCredit



Preklenutie rozdielov v záujme ochrany budúcnosti Európy

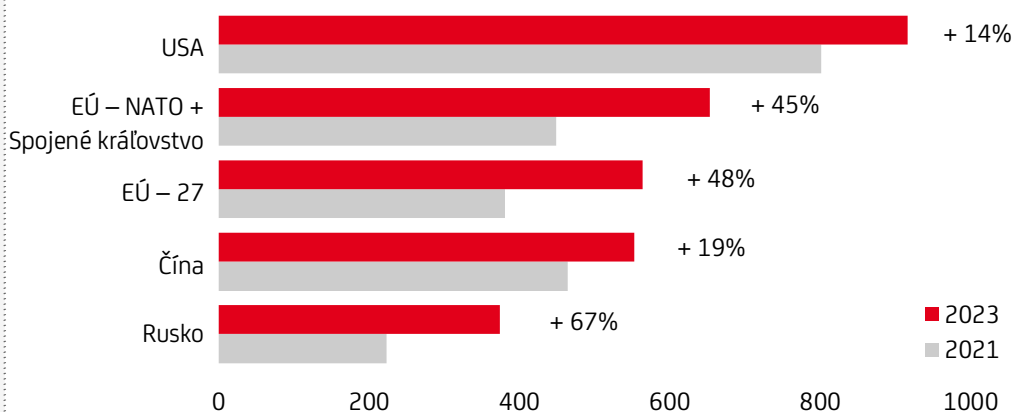
Autor: Andreas Rees

Globálne politické prostredie sa v posledných týždňoch zmenilo závažnou rýchlosťou. Konsenzus po skončení studenej vojny, v ktorom USA podporovali medzinárodný poriadok založený na pravidlách a zabezpečovali bezpečnosť Európy, sa rozpadol. V dôsledku toho bola EÚ nútená vypracovať plány na posilnenie vlastných obranných kapacít, čo by mohlo predstavovať obrovský skok v ďalšej európskej integrácii. V nasledujúcom texte sa budeme zaoberať jedným dôležitým aspektom, ktorý by mohol rozhodnúť o úspechu alebo neúspechu: prepojení medzi plánmi EÚ v oblasti vojenských výdavkov a schopnosťou európskeho obranného priemyslu zabezpečiť dodatočnú výrobu.

Východiskom našej krátkej analýzy je strana dopytu. V grafe 1.5 sme porovnali údaje o vojenských výdavkoch EÚ, USA, Číny a Ruska. V súlade s tým mali USA v roku 2023 zďaleka najvyššie vojenské výdavky vo výške viac ako 900 miliárd USD (pozri graf nižšie). Skupina krajín, ktoré sú členskými štátmi EÚ a NATO, plus Spojené kráľovstvo, je na druhom mieste s približne 650 miliardami USD, nasleduje Čína (550 miliárd USD) a Rusko (370 miliárd USD). Pripomíname, že tieto údaje sú založené na výmenných kurzoch vojenskej kúpnej sily, ktoré odrážajú relatívne rozdiely v cenách vojakov (mzdy), operácií a vybavenia.

GRAF 1.5: EURÓPA PRED ČÍNOU A RUSKOM?

VOJENSKÉ VÝDAVKY V ROKU 2023 V MILIARDÁCH USD (VOJENSKÁ PPP)

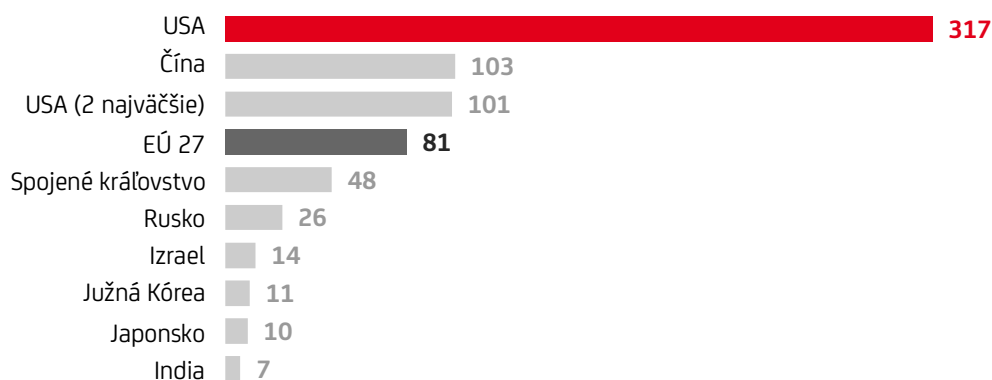


Zdroj: Peter Robertson, Investment Institute UniCredit

Hoci toto porovnanie môže Európanov upokojiť, zdanie klame. Je zřejmé, že tieto údaje je potrebné vnímať z perspektívy. Predovšetkým, výdavky na obranu štátov EÚ sa nerovnajú skutočnej vojenskej sile. Vzhľadom na obmedzené kapacity spoločností v celosvetovom zbrojárskom priemysle nemohla v posledných rokoch vyššiemu dopytu zodpovedať vyššia výroba vojenského materiálu. Obranný priemysel EÚ sa navyše nemôže rovnať USA ani Číne (pozri graf 1.6). Nasledujúce údaje sa týkajú objemu predaja 100 najväčších spoločností na svete, pre ktoré sú k dispozícii údaje na porovnanie. V súlade s tým dosiahli spoločnosti EÚ27 v roku 2023 tržby vo výške približne 80 miliárd USD (130 miliárd eur vrátane Spojeného kráľovstva) v porovnaní s 320 miliardami dolárov amerických spoločností a viac ako 100 miliardami dolárov čínskych spoločností. Príznačné je, že len tržby dvoch najväčších amerických spoločností prekročili celkové tržby všetkých firiem z EÚ27, ktoré sa umiestnili v prvej stovke. Vzhľadom na nízku kapacitu EÚ sa v posledných rokoch ešte väčšia časť európskych rozpočtov na obranné obstarávanie vynakladá na dovoz vojenských zariadení z USA.

GRAF 1.6: DOMINANTNÉ AMERICKÉ SPOLOČNOSTI

TRŽBY 100 NAJVÄČŠÍCH SPOLOČNOSTÍ VYRÁBAJÚCICH ZBRANE A POSKYTUJÚCICH VOJENSKÉ SLUŽBY V ROKU 2023 PODĽA KRAJÍN/REGIÓNOV, V MLD.



Zdroj: SIPRI, Investment Institute UniCredit

Keďže výrobné linky už bežia na plnú kapacitu, európski politici sa musia zaoberať otázkou, ako rýchlo zvýšiť výrobu v obrannom priemysle. Predovšetkým je potrebný skutočne spoločný európsky obranný trh, ktorý by prekonal súčasnú roztrieštenosť. Napríklad v Európskej únii sa používa viac ako 150 rôznych druhov zbraní, zatiaľ čo v USA len 24. Odstránenie takýchto prekážok by nielen zvýšilo hospodársku súťaž, ale viedlo by aj k väčším objemom objednávok a výrobcovia zbraní by poskytli istotu dlhodobého plánovania. Okrem toho technologické postavenie Európy môže nielen narušiť vojenské inovácie, ale aj ohroziť jej kybernetickú bezpečnosť. Viac ako 80 % kritických digitálnych technológií v Európe, ako sú cloudové počítače, softvér, umelá inteligencia atď., pochádza zo zahraničia, predovšetkým z USA.

Požiadavky na Európu, aby sa stala samostatnejšou pri obrane svojho územia, sú určite náročné. To však neznamená, že je to nemožné. EÚ spolu so Spojeným kráľovstvom a niektorými ďalšími európskymi krajinami by mohla aktivovať svoj potenciál. Európa má predsa silnú priemyselnú základňu a v strategických odvetviach, ako sú civilné lietadlá, motorové vozidlá a oceľ, predstihla USA. Táto sila sa teraz pravdepodobne oplatí, pretože voľné priemyselné kapacity v Európe by sa mohli využiť na výrobu vojenského vybavenia. Využívanie existujúcich závodov namiesto vytvárania nových by ušetrilo drahocenný čas a umožnilo by rýchlejší nábeh výroby. EÚ by tiež mohla ešte uššie spolupracovať s Ukrajinou prostredníctvom integrácie svojich obranných dodávateľských reťazcov a výmeny skúseností z bojísk. Ukrajina vyvinula nové technológie, ako napríklad bezpilotné lietadlá vybavené autonómnou navigáciou s umelou inteligenciou, ktoré preukázali svoju účinnosť v rusko-ukrajinskej vojne.

Je pravda, že dosiahnutie úplnej vojenskej nezávislosti od USA by trvalo mnoho rokov. Nemali by sme si však zamieňať vojenskú nezávislosť s budovaním spoľahlivého arzenálu s odstrašujúcim účinkom proti Rusku. Zatiaľ čo prvý cieľ sa do roku 2030 pravdepodobne nedosiahne, vojenski experti sa domnievajú, že druhý sa môže dosiahnuť v priebehu nasledujúcich piatich rokov. Európa by však mala zabezpečiť, aby po jej vyhláseniach nasledovali činy. Hoci v poslednom čase došlo k masívnemu prísunu verejných financií, je potrebné ich podporiť podpisom zmlúv s obrannými spoločnosťami. Zníženie byrokracie v oblasti verejného obstarávania a harmonizácia vnútroštátnych pravidiel by tento proces urýchlili. EÚ musí teraz podporiť svoje slová skutkami.



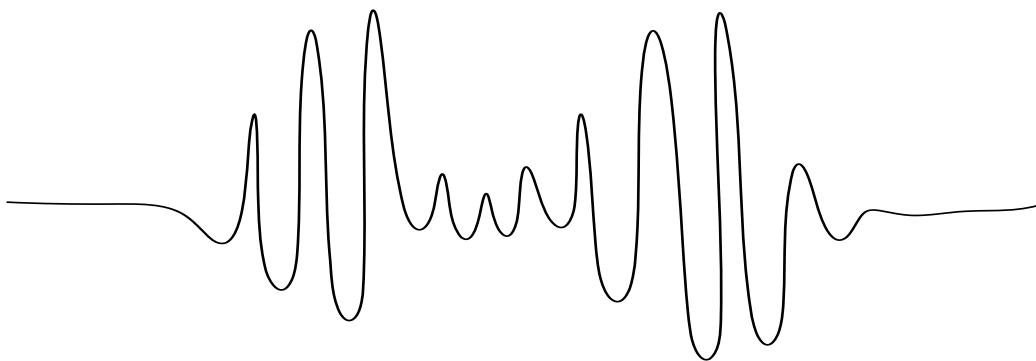
Príbehy z trhu

Autori: Luca Cazzulani, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Čo sa deje na trhu?

ŠUM

Trump udržiaval trhy v napätí sériou oznámení týkajúcich sa cieľ a obchodnej politiky. Jeho oznámenie o recipročných clách na hlavných obchodných partnerov, ktorí prispievajú k obchodnému deficitu USA, vyvolalo značnú neistotu. Americká administratíva plánuje základné clo vo výške 10 % na všetok dovoz a ďalšie clá pre jednotlivé krajiny, ale zdôraznila, že tieto clá by sa mohli znížiť prostredníctvom rokovaní. Pozitívne správy z Európy vrátane konštruktívnejšieho tónu medzi Ukrajinou a USA a čiastočného prímeria medzi Ruskom a Ukrajinou mali medzitým na trhy len malý vplyv.



SIGNÁL

Naratív trhu sa v prostredí vysokej volatility a zvýšenej neistoty vyplývajúcej z nepravidelných Trumpových vyhlásení, ktoré znížili očakávania rastu v USA a podporili obavy z recesie, odklonil od tézy výnimočnosti USA. To zasiahlo americké akcie a podporilo dopyt po dlhopisoch. V Európe sa objavila silnejšia fiškálna reakcia, než sa očakávalo. Na čele stojí Nemecko, ktoré prijalo významný stimulačný balík na zvýšenie výdavkov na obranu a infraštruktúru. Okrem toho Európska komisia plánuje posilniť európske vojenské kapacity, čo zlepšilo náladu na európskych akciových trhoch a zvýšilo výnosy nemeckých štátnych dlhopisov. Nedávne správy o clách z USA a potenciálne európske odvetné opatrenia však vyvolávajú na európskych trhoch aj rizikové nálady.

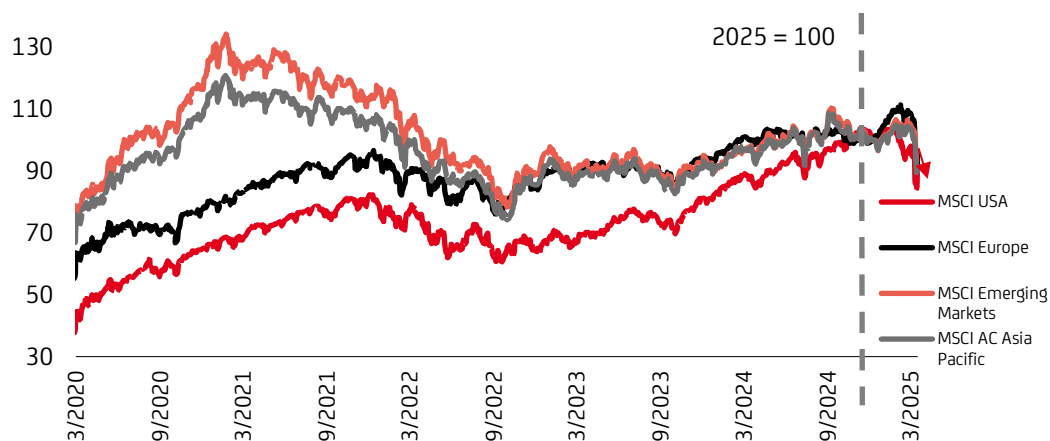
Akcie

NEISTOTA SÚVISIACA S CLAMI A ODVÁŽNY POSUN EURÓPSKEJ POLITIKY NA PODPORU HODNOTOVÝCH ODVETVÍ

Ceny akcií na celom svete prudko klesli v dôsledku toho, čo Trump nazval „Dňom oslobodenia“ Ameriky. Oznámenia o clách v USA viedli k zvýšenej ekonomickej neistote a tým aj k neistote týkajúcej sa príjmov spoločností. Volatilita akciového trhu (v oboch smeroch) bude preto v nasledujúcich mesiacoch naďalej vysoká. Nedávny vývoj spochybňuje scenár výnimočnosti USA, ktorý dlho prevládal na akciových trhoch a viedol k výraznému preceneniu **amerických akcií** (pozri graf 2.1). Negatívne revízie ziskov za fiškálny rok 2025 by mali pokračovať, pričom najviac negatívne zatiaľ ovplyvnili americký akciový trh. Tento trend sa nevyhne ani iným regiónom.

Hoci **európske akcie** čelia negatívnym vplyvom v dôsledku zavedenia Trumpových cieľ, majú určitú rezervu vďaka nedávnemu odvážnemu politickému posunu v Európe smerom k expanzívnym fiškálnym výdavkom (na infraštruktúru a obranu), ktorý bol ohlásený na najbližšie roky, najmä v Nemecku. Pred tým, ako „Deň oslobodenia“ zasكوčil trhy, odrážali prebúdajúcu sa Európu, ktorá sa drží na uzde a zároveň sa vyrovnáva s tým, že ju USA nechali napospas, pričom zohľadňovali zlepšenie strednodobého výhľadu eurozóny. Do budúcnosti by vzhľadom na potenciálne rokovania a dohody medzi USA a ich obchodnými partnermi mala byť záťaž pre akciový trh v strednodobom horizonte zvládnuteľná. Hoci sa zvýšilo riziko výrazného spomalenia globálnej ekonomiky, očakávame, že akciový trh sa bude v budúcnosti stabilizovať, pričom zmeny v investičnom prostredí by mohli vytvoriť potenciál pre vyváženejšie výnosy ako v posledných rokoch.

GRAF 2.1: ROZVÍJAJÚCE SA TRHY A EURÓPA SÚ V TOMTO ROKU NA ČELE



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit (sledované obdobie: 3. apríl 2020 – 3. apríl 2025)

Hlavným zdrojom výkonnosti akciového trhu boli dlhé roky **rastové akcie**, najmä v technologickom sektore v USA. V súvislosti s rotáciou fondov z USA však investori čoraz viac vyhľadávajú stále podhodnotené spoločnosti so silnými základnými ukazovateľmi, zväčša stabilnými ziskami a hmotnými aktívami, t. j. charakteristickými znakmi **hodnotového investovania**, ktoré v ére umelej inteligencie dlho nebolo populárne (pozri graf 2.2). Pretrvávajúca vysoká neistota v súvislosti s obchodnou politikou USA, oslabenie ekonomických ukazovateľov v USA, rastúce výnosy dlhopisov v Európe a zvýšená volatilita trhu spôsobili, že rastové akcie sú zraniteľnejšie, zatiaľ čo oznámenie fiškálnych stimulov v Európe, najmä v Nemecku, vytvorilo priaznivejšie prostredie pre hodnotové akcie. V budúcnosti by potenciálne vyššie dlhodobé úrokové sadzby a strmšia výnosová krivka vyplývajúca z nedávnej zmeny politiky v Európe mali uprednostniť hodnotové akcie pred ich rastovými náprotivkami. V tejto súvislosti sme znížili náš cieľ na koniec roka 2025 pre index S&P 500 na 5700 indexových bodov a pre index Euro STOXX 50 na 5350 (ďalšie cieľové hodnoty indexov nájdete v tabuľke prognóz rizikových aktív na strane 24).

GRAF 2.2: VÝNOSNOSŤ HODNOTOVÝCH AKCIÍ



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit (sledované obdobie: 3. apríla 2000 – 3. apríl 2025)

V Číne sa vláda snaží oživiť ekonomiku zvýšením spotreby a znížením nákladov na pôžičky a zároveň stabilizáciou akciového trhu a trhu s nehnuteľnosťami. Zdá sa, že postoj investorov k **čínskym akciám** sa stal optimistickejším, keďže čínske technologické akcie profitovali z nástupu DeepSeek a všeobecne z témy umelej inteligencie. Čínsky akciový trh sa preto zotavil z najnižšej hodnoty zaznamenananej v polovici januára. Tento trend však zastavilo oznámenie o drastickom zvýšení amerických ciel na globálny a čínsky dovoz, ktoré Číne zasadí veľký úder, ak USA predsa len neurobia výrazné ústupky.

Japonské akcie medzitým ukončili prvý štvrtrok na slabšej úrovni v dôsledku obáv o svetovú ekonomiku, poklesu kurzu USD-JPY a predovšetkým obáv, že agresívny colný režim USA sa bude ďalej rozširovať. V skutočnosti tieto obavy podporuje Trumpov colný úder s názvom „Deň oslobodenia“. Zmysluplné reformy správy a riadenia spoločností, dva roky silného rastu miezd signalizujúce normalizáciu ekonomiky a rastúci rozdiel medzi prognózovanými ziskami a cenami akcií by však mali byť podporné z fundamentálneho, resp. technického hľadiska.

Pevný príjem

DLHODOBÉ EGB¹ VÝNOSY Z TEJTO HODNOTY NEMÔŽU KLESNÚŤ

ŠTÁTNE DLHOPISY

Marec bol pre štátne dlhopisy veľmi intenzívny. Oznámenie Nemecka o vyšších fiškálnych výdavkoch, ako aj spustenie obranného plánu EÚ viedlo k obrovskému nárastu kriviek EGB, keďže investori precenili termínové prémie, aby zohľadnili účinky vyššej ponuky. Spready EGB zostali celkovo stabilné, čo pravdepodobne odráža zlepšený výhľad rastu v dôsledku aktívnejšej fiškálnej pozície. Neskôr v priebehu mesiaca však výnosy opäť klesli, k čomu prispeli zhoršujúce sa očakávania rastu v USA a nálada znižujúca riziko. Oznámenia o clách z 2. apríla spôsobili na trhoch šok. Výnosy v eurozóne sa úplne vyrovnali s účinkom Merzovho oznámenia, akciové trhy klesli o viac ako 20 % z februárových maxím a očakávania zníženia sadzieb sa zvýšili tak v eurozóne, ako aj v USA. Spready v krajinách sa trochu rozšírili. Oznámenie o odklade cieľ o 90 dní viedlo k ďalšiemu obratu na trhoch.

Obraz toho, ako sa bude situácia vyvíjať ďalej, je veľmi neistý. Priemerné americké clá oznámené 2. apríla dosiahli maximum za posledné desaťročia. To pravdepodobne predstavuje hornú hranicu, kde sa nakoniec usadia. Rozhodnutie odložiť ich uplatnenie o 90 dní túto myšlienku podporuje, ale je veľmi neisté, ako veľmi sa môžu clá znížiť. Fed bude pravdepodobne v ťažkej pozícii vzhľadom na inflačné tlaky súvisiace s clami a slabnúcim rastom. Možnosť, že medzinárodní investori postupne začnú považovať americké aktíva za neuspokojivé, robí vyhliadky trhov ešte zložitejšími. Očakávania uvoľňovania zo strany Fedu považujeme za nadmerné. Do budúcnosti očakávame vyššie výnosy UST² na krátkom konci, zatiaľ čo výnos 10Y sa môže stabilizovať na úrovni okolo 4,50 %.

Výnosy EGB tiež klesli, keďže investori počítajú s tým, že ECB bude zastávať miernejšie politiky. Stúpanie krivky, ktoré nasledovalo po fiškálnom oznámení Nemecka, však nebolo spochybnené. Krivka sa tak po vyhlásení cieľ v „deň oslobodenia“ 2. apríla ešte viac zošikmila. Výnosy EGB budú aj naďalej závisieť od očakávaní vývoja sadzieb ECB v nasledujúcich mesiacoch, ale my sa držíme nášho názoru, že preceňovanie termínových prémii zostane a že krivka zostane strmšia ako v minulosti.

Oproti predpokladanému cieľu sadzieb ECB na úrovni 1,75 % do 3. štvrtroka 25 očakávame, že výnosy 10-ročných Bundov budú v nasledujúcich mesiacoch na úrovni približne 2,70 %. Pokiaľ ide o BTP³, zostávame konštruktívni; negatívny vplyv nižšieho rastu by mal byť kompenzovaný očakávanými nižšími sadzbami ECB, ktoré by mali udržať náklady na financovanie na nízkej úrovni, najmä pri kratších splatnostiach.

GRAF 2.3: KRIVKY BUNDOV A UST SA POHYBUJÚ RÔZNYMI SMERMI
SPREAD 2/10Y (BÁZICKÝ BOD)

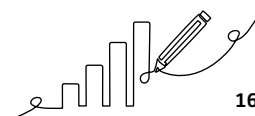


Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

¹ Európske štátne dlhopisy

² US štátne dlhopisy

³ Talianske štátne dlhopisy



FIREMNÉ ÚVERY

Nové clá oznámené americkou administratívou vnímame ako úverovo negatívne, keďže znamenajú nižší hospodársky rast v USA aj v eurozóne, čo oslabuje aj výhľad európskych podnikových úverových základov. Odpovede z EÚ a Číny sú stále otvorené, čo ponecháva neistotu v prostredí zahraničného obchodu vysokú. Ohlásené clá sú vyššie ako clá zavedené počas Trumpovho prvého funkčného obdobia. V reakcii na tieto clá sa rizikové prémie úverov v indexe iBoxx High Yield Non-Financials, ktoré boli v tom čase oveľa prísnejšie ako teraz, zvýšili o 80 bázičných bodov a prémie prioritných úverov investičného stupňa sa v 2. polroku 18 zvýšili o 30 bázičných bodov.

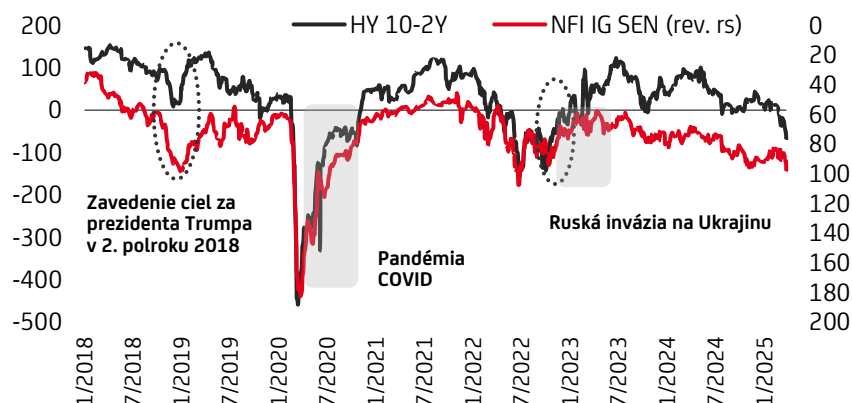
Okrem toho, ako ukazuje náš graf, európska úverová krivka sa začala mierne obracať, keďže investori začali brať do úvahy rastúcu pravdepodobnosť recesie, na rozdiel od 2. polroka 18, keď sa v reakcii na clá iba sploštila. Aj keď recesia nie je v tejto fáze súčasťou nášho základného scenára (a neočakávame ani veľkú vlnu nesplácania), samotný rozsah cieľ povedie k citeľnému spomaleniu rastu v eurozóne, čo oslabí schopnosť podnikov generovať EBITDA a spôsobí zhoršenie úverových ukazovateľov.

To nás viedlo k revízii našich prognôz rozpätia podnikových úverov: vidíme, že rozpätie nefinančných úverov investičného stupňa sa v 1. polroku 25 rozšíri na 125 bázičných bodov (rozdiel 15 bázičných bodov oproti súčasným úrovniam) a rozpätie nefinančných úverov s vysokým výnosom sa rozšíri na 450 bázičných bodov (rozdiel 45 bázičných bodov oproti súčasným úrovniam), pričom do konca roka sa môže mierne znížiť (na 110 bázičných bodov, resp. 420 bázičných bodov). Očakáva sa, že výnosové rozpätie nefinančných hybridov sa do konca roka zvýši na 290 bázičných bodov (rozdiel 40 bázičných bodov oproti súčasnej úrovni). Európske podnikové úvery stále ponúkajú slušné výnosy. Odporúčame nadväziť úverové cenné papiere investičného stupňa a podväziť úverové cenné papiere s vysokým výnosom.

Nižší hospodársky rast bude mať negatívny vplyv aj na európske bankové úvery. Hoci sme stále presvedčení o silných úverových základoch bánk, bankové úvery sú tiež makrohrou a majú tendenciu dosahovať slabšie výsledky v prostredí, v ktorom sa znižuje riziko. Zdá sa tiež, že trhy pripisujú scenáru hospodárskej recesie vyššiu pravdepodobnosť ako my a takýto scenár by mal na bankové úvery dvojnásobný vplyv – v podobe nižších príjmov v dôsledku zníženia úrokových sadzieb centrálnymi bankami a nižšieho rastu úverov a nárastu opravných položiek na straty z úverov. Zvýšili sme našu prognózu rozpätia prioritných bankových dlhopisov v 1. polroku 2025 z 90 na 130 bázičných bodov

(súčasný rozpätie je 114 bázičných bodov) a očakávame, že sa do konca roka 2025 zmierni na 115 bázičných bodov, čo odráža potenciálny pokrok v rokovaniach o zmiernení sadzieb. Tlak na spready bude výraznejší v prípade podriadeného dlhu. Očakávame, že dôjde k dekompresii kapitálovej štruktúry bánk v čase, keď boli spready pred oznámením cieľ na

GRAF 2.4: NEFINANČNÉ SPREADY IBOXX INVESTIČNÉHO STUPŇA V POROVNANÍ SO STRMOSŤOU KRIVKY VYSOKÉHO VÝNOSU, BP



Zdroj: S&P Global, Investment Institute UniCredit

historických minimách. Zvýšili sme našu prognózu rozpätia Tier 2 na konci roka zo 140 na 180 základných bodov (súčasný rozpätie je 194 základných bodov) a našu prognózu rozpätia AT1 z 350 na 450 základných bodov.

Komodity

ZLATO VEDIE KOMODITY K NAJVIŠŠEJ VÝKONNOSTI

ROPA

Dopyt Číny po ropy sa v poslednom čase stal hnacím motorom tejto komodity, o čom svedčí marcový dovoz z tejto krajiny, zatiaľ čo OPEC+ od apríla zrušil znížovanie ťažby v súvislosti s prerušením dodávok v dôsledku nových sankcií USA voči Rusku a Iránu. Napriek nedávnomu poklesu cien ropy, ktorý vyvolalo Trumpovo oznámenie o agresívnych clách, sa kartel dohodol na ďalšom rozšírení ťažby v máji. Rastúce obchodné napätie vyvoláva obavy o globálny dopyt a zvyšuje neistotu, keďže trhy čakajú na reakciu obchodných partnerov, zatiaľ čo vyššie recipročné clá by mohli spomaliť zavádzanie čistej energie na celom svete. Vzhľadom na pravdepodobné hospodárske škody spôsobené Trumpovými clami a obavy z plnohodnotnej globálnej obchodnej vojny teraz očakávame ceny ropy v rozmedzí 65 – 70 USD za barel počas väčšiny roka 2025. Takéto obavy budú tiež udržiavať vysokú volatilitu cien ropy.

ZEMNÝ PLYN

Ceny TTF boli počas 1. štvrťroka 2025 naďalej volatilné, čo bolo spôsobené politickými a trhovými silami. Po dosiahnutí maximálnej hodnoty 58 eur/MWh vo februári sa ceny odvtedy znížili pod 40 eur/MWh, keďže plány na zmiernenie požiadaviek EÚ na skladovanie v nadchádzajúcej zimnej sezóne pomohli znížiť ceny z ich vrcholu. Dopyt po LNG na svetovom trhu by mal byť v roku 2025 väčší ako v predchádzajúcich rokoch po mimoriadne chladnej zime v Európe a zrušení väčšiny zostávajúcich obchodných tokov z Ruska, v dôsledku čoho boli zásoby plynu výrazne nižšie ako v predchádzajúcom roku. Slabší globálny hospodársky výhľad a uvoľnenie európskych cieľov v oblasti skladovania by však mali zabrániť rastu cien nad posledné maximum. Preto v nasledujúcich mesiacoch očakávame len mierny tlak na rast cien TTF a znižujeme náš cenový cieľ z pôvodných 45 – 50 eur/MWh na 40 – 45 eur/MWh.

ZLATO

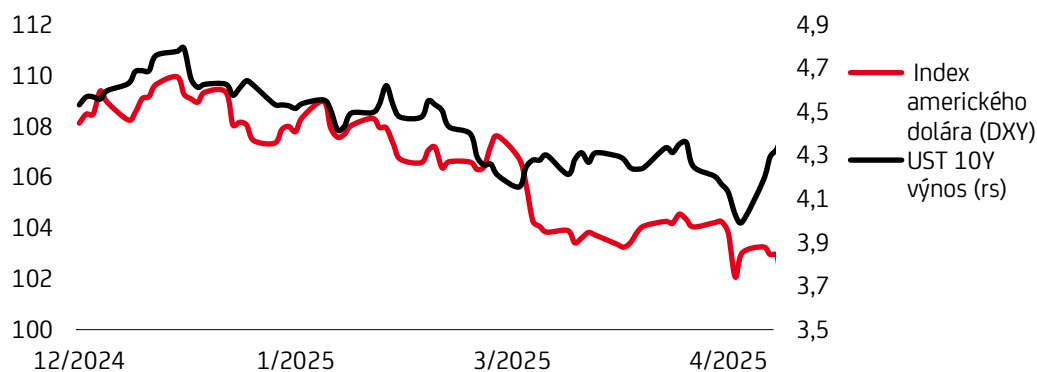
Tento drahý kov v posledných týždňoch pokračoval v raste a drží sa stabilne nad úrovňou 3 000 USD za uncu v dôsledku vysokej miery neistoty na trhoch v súvislosti s budúcim vývojom cieľ a obchodnej politiky USA. V tomto roku je jednou z najvýkonnejších komodít, keď za prvé tri mesiace vzrástlo približne o 20 % a zaznamenalo najlepší štvrťrok od polovice 80. rokov. Očakávame, že ceny zlata bude počas celého roka podporovať pretrvávajúca politická neistota vyplývajúca z Trumpovej administratívy a z toho vyplývajúca rastúca vlna dopytu po bezpečných investíciách. Okrem toho by pokračujúce nákupy centrálnych bánk a zvyšujúci sa dopyt po ETF krytých drahými kovmi mali vytvoriť konštruktívne prostredie pre tento kov, hoci sú pravdepodobné technické neúspechy. Preto očakávame, že zlato sa bude v tomto roku obchodovať na úrovni 3 000 USD za uncu s ďalšími rizikami smerom nahor.

Devízový trh

TRVALEJŠIA SILA EUR-USD NIE JE ANI ZĎALEKA PRIAZNIVÁ

Na devízovom trhu dosiahol kurz **EUR-USD** nové ročné maximá nad úrovňou 1,10, keďže oznámenie prezidenta Trumpa o clách vyvolalo obavy z hospodárskej recesie v USA. To škodilo zelenej bankovke vo všetkých oblastiach, a to aj napriek výpredaju na akciových trhoch vo svete, čo ako bezpečné meny viac podporilo JPY a CHF. Pokles dlhodobých amerických výnosov zaťažil aj americký dolár vo všetkých oblastiach (pozri graf nižšie). Kurz EUR-USD pravdepodobne zostane pevný, čo odráža aj na trhu prevládajúcu miernu nespokojnosť s USD a zámer americkej administratívy mať konkurencieschopnú menu. Latka pre trvalejšie posilnenie spoločnej meny s rovnakou intenzitou, akú sme videli doteraz, však zostáva vysoko aj vzhľadom na našu menej agresívnu výzvu Fedu. Okrem toho údaje o umiestnení tiež ukazujú, že správcovia aktív už teraz dostatočne očakávajú rast eura oproti doláru po tom, ako sa v marci predávala zelená bankovka a „Trumpov obchod“, ktorý nasledoval po voľbách v USA, sa úplne zvrátil. Medzitým sa investori pravdepodobne zamerajú aj na to, ako sa budú efektívne realizovať nové plány v oblasti infraštruktúry a vojenských výdavkov v celej eurozóne a na ich vplyv na deficit a dlhy jednotlivých štátov. Volatilitu môže zvýšiť aj neistota v súvislosti s možnými odvetnými opatreniami na americké clá a mierovými rokovaniami o Ukrajine.

GRAF 2.5: KLESAJÚCE VÝNOSY V USA ZAŤAŽILI AMERICKÝ DOLÁR VO VŠETKÝCH OBLASTIACH



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Vyššie výdavky na obranu, vyššie výnosy? Nie nevyhnutne

Autor: Francesco Maria Di Bella

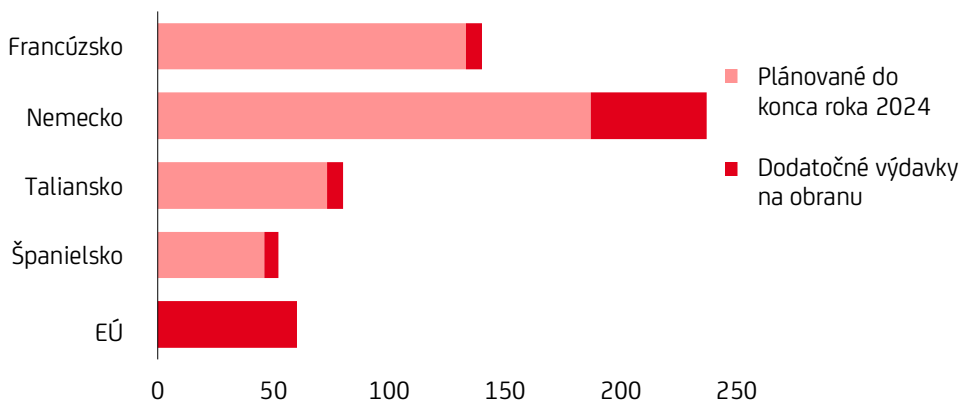
Zahraničná politika pod vedením Trumpovej administratívy prinútila spojencov USA prehodnotiť svoje obranné stratégie. Európske krajiny majú tri rôzne kanály, ktorými by mohli zvýšiť výdavky na obranu: vnútroštátne financovanie, pôžičky EÚ a súkromný kapitál.

Pred tým, ako sa budeme zaoberať možnými dôsledkami pre trhy s pevným výnosom, je potrebné urobiť dve objasnenia. S výnimkou rozdielov medzi jednotlivými krajinami, ktoré sú spôsobené rozdielnou fiškálnou situáciou, krajiny EÚ už v posledných rokoch zvýšili svoje výdavky na obranu, najmä po ruskej invázii na Ukrajinu. Ešte pred výsledkom prezidentských volieb v USA väčšina krajín plánovala túto sumu zvýšiť. Druhým bodom je, že načasovanie realizácie týchto očakávaných zvýšení je neisté.

V nasledujúcom grafe je znázornený očakávaný nárast výdavkov na obranu v rokoch 2025 – 2026 v porovnaní s tým, čo oznámili koncom minulého roka. S výnimkou Nemecka najväčšie krajiny EÚ pravdepodobne zvýšia výdavky na obranu len minimálne a mohli by sa spoliehať na pôžičky EÚ (prostredníctvom nástroja SAFE).

GRAF 2.6: NOVÁ ZAHRANIČNÁ POLITIKA USA BUDE MAŤ ZA NÁSLEDOK VYŠŠIE VÝDAVKY NA OBRANU V EURÓPE

VÝDAVKY NA OBRANU V ROKOCH 2025 – 2026 (V MLD. EUR)



Zdroj: Dlhové agentúry eurozóny, Európska komisia, Investment Institute UniCredit

Bundy a ostatné dlhopisy EGB sa dostali pod tlak po oznámení „fiškálnej bazuky“ v Nemecku. Nemecký fond pre infraštruktúru mal pravdepodobne väčší vplyv na výnosy EGB, keďže bol menej očakávaný a vzhľadom na jeho väčšiu veľkosť. Keďže nárast výdavkov na obranu bude pravdepodobne obmedzený a rozložený na mnoho rokov, neočakávame výrazné pohyby výnosov EGB alebo spreadov oproti súčasným úrovniam.

Vplyv na dlhopisy EÚ je ťažšie predpovedať, keďže EÚ by mohla pokryť úvery SAFE inými nástrojmi ako dlhopismi a skutočný objem tohto nástroja zatiaľ nie je známy, keďže krajiny o tento nástroj ešte nepožiadali. V každom prípade by vyššia ponuka dlhopisov EÚ nebola pre túto triedu aktív úplne negatívna, pretože by mohla zvýšiť jej likviditu, najmä vzhľadom na to, že financovanie spojené s NGEU sa má čoskoro postupne ukončiť.

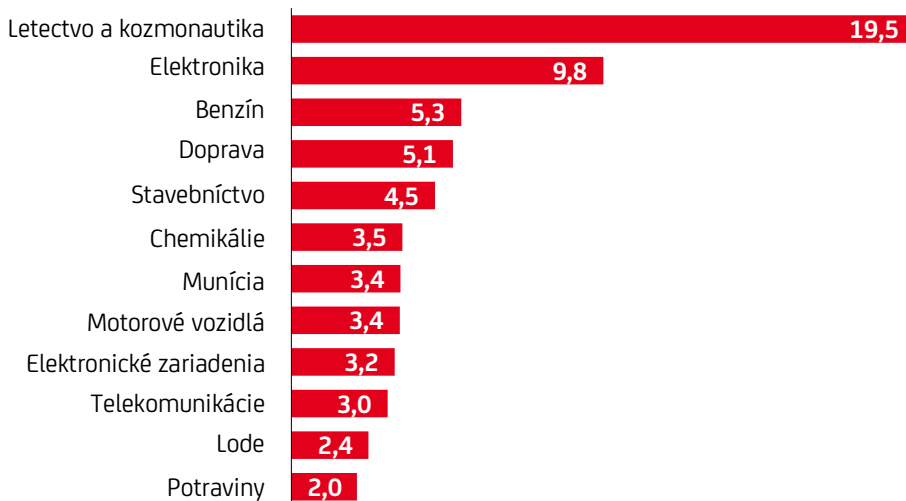
Ktoré sektory budú ťažiť z vyšších výdavkov EÚ na obranu?

Autori: Andreas Rees, Christian Stocker

Pri odvodzovaní sektorových dôsledkov vyšších výdavkov EÚ na obranu je potrebné rozlišovať medzi priamymi a nepriamymi účinkami na sektory. Priamy vplyv zahŕňa vládne nákupy vojenského vybavenia, ako sú lietadlá, lode, tanky a vojenské vozidlá, z ktorých profituje zbrojársky priemysel. Okrem toho vlády vynaložia viac peňazí aj na rozširovanie vojenskej infraštruktúry. Príkladom sú vojenské základne, kasárne a výcvikové zariadenia, z ktorých budú profitovať najmä spoločnosti v stavebníctve. Dôležité však je, že vyššie výdavky EÚ na obranu majú aj nepriame účinky. Tie sú menej zrejmé a analyticky ťažšie rozlíšiteľné. Napríklad výroba tankov si vyžaduje vstupy z iných priemyselných odvetví, ktoré vyrábajú kovové časti, elektroniku, chemické prísady atď.

Na kvantifikáciu priamych a nepriamych účinkov ekonómovia často používajú nástroj vstupno-výstupnej (I-O) analýzy. I-O údaje umožňujú pochopiť vzájomné ekonomické závislosti medzi rôznymi sektormi a to, ako sa vyššie výdavky na obranu premietajú do ekonomiky, či už prostredníctvom domácej výroby, alebo dovozu. Takéto údaje EÚ o vojenských výdavkoch, bohužiaľ, nie sú k dispozícii ani na celoeurópskej, ani na národnej úrovni. Preto sme ako približný ukazovateľ použili údaje I-O pre hospodárstvo USA a pozreli sme sa na medzispotrebu tovarov a služieb, ktoré sú potrebné na výdavky USA na obranu. Hoci priame účinky zohrávajú dôležitú úlohu, vyššie vojenské výdavky majú aj pomerne rozsiahly vplyv na všetky sektory. Približne 20 % potrebných medziproduktov pochádza z leteckého a kozmického priemyslu, za ktorým nasleduje elektrotechnický priemysel s približne 10 % (pozri graf 2.1). Prínosom je aj odvetvie logistiky v podobe dopravy a skladovania (5 %), stavebníctva (4 %) a chemického priemyslu a výroby motorových vozidiel (po 3 %).

GRAF 2.7: POUŽITIE MEDZIPRODUKTOV VLÁDOU USA (OBRANA), V %*



Zdroj: Úrad pre ekonomickú analýzu, Investment Institute UniCredit

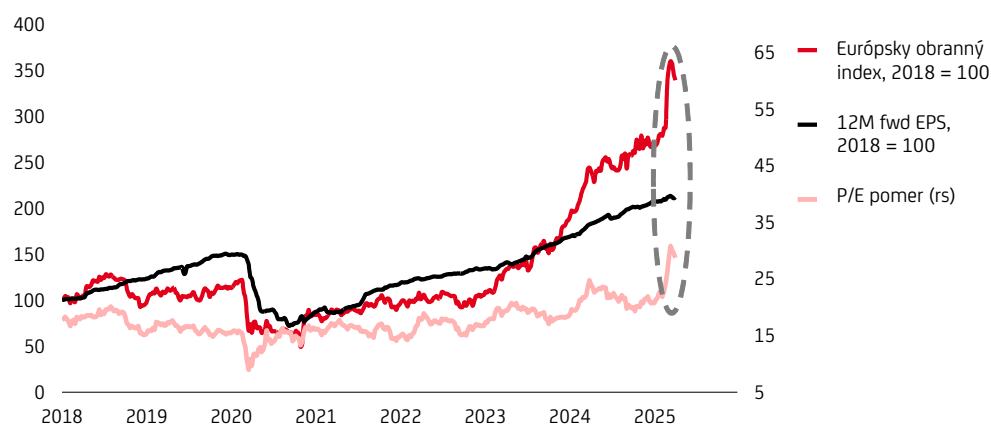
* ako % celkových medziproduktov pre obranu; v roku 2017 (posledné dostupné údaje)

V prípade EÚ by bolo potrebné vynaložiť značné úsilie aj na rozšírenie a ochranu kritickej infraštruktúry pred bezpečnostnými hrozbami a sabotážami vojenského, hybridného alebo kybernetického charakteru. Pokiaľ ide o fyzické aktíva, príkladom sú odolné zdroje energie vrátane elektriny a pohonných hmôt a spoľahlivé dopravné systémy, ktoré sú potrebné na rýchle nasadenie

vojenských síl a zariadení. Modernizácia a zvýšenie odolnosti letísk, prístavov, ciest a železníc bude prínosom pre stavebný priemysel, ale aj pre výrobný sektor a služby mobility.

Okrem toho si ochrana národnej bezpečnosti EÚ vyžaduje aj ochranu jej kybernetických aktív. Technologická suverenita Európy je krehká. Základné digitálne technológie, ako sú technológie používané na spracovanie a ukladanie údajov, umelá inteligencia, softvér, cloudové služby atď., sa doteraz vo veľkej miere získavali mimo EÚ, a to najmä z USA. Zníženie tejto závislosti by bolo prínosom pre európske softvérové spoločnosti, dátové centrá a poskytovateľov telekomunikačných služieb.

GRAF 2.8: INDEX EURÓPSKÝCH OBRANNÝCH SPOLOČNOSTÍ
ODHADY EPS A POMER P/E



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Spoločnosti v zbrojárskom priemysle budú priamo profitovať zo zvýšených výdavkov na obranu v Európe. To sa však už do veľkej miery odráža v súčasných cenách akcií európskych obranných spoločností, ako ukazuje graf 2.8. Obranný index, ktorý sme zostavili, obsahuje 12 najväčších európskych obranných spoločností (po 3 spoločnosti z Nemecka, Francúzska, Spojeného kráľovstva a po 1 spoločnosti z Talianska, Švédska a Nórska). Graf ilustruje nielen výrazný nárast hodnoty spoločností od začiatku vojny medzi Ruskom a Ukrajinou, ale aj stabilný nárast ziskov spoločností, ku ktorému došlo počas tohto obdobia, zatiaľ čo ukazovatele P/E zostali zväčša na svojom dlhodobom priemere tesne pod 19, čo je do veľkej miery v súlade s priemerným P/E obranných spoločností v USA (s priemerným P/E 18).

Od začiatku tohto roka sa však situácia zmenila a potreba európskej obrany sa výrazne zvýšila. Pomer P/E (založený na 12-mesačnom zisku na akciu) európskych obranných spoločností vyskočil na 30, zatiaľ čo ich americké náprotivky v súčasnosti vykazujú diskont pri ocenení viac ako 35 %. Tento veľký rozdiel pravdepodobne obmedzí ďalší potenciál európskych obranných spoločností na akciových trhoch, najmä preto, že vysoké očakávania zisku možno splniť len prostredníctvom dlhodobého a investične náročného rozširovania kapacít. V tejto súvislosti sa javia ako atraktívnejšie cieľené investície do vyššie uvedených odvetví, ktoré profitujú z nepriamych účinkov zvýšených výdavkov na obranu.



Alokácia aktív

PREKONÁVANIE VOLATILITY TRHU PRI OPTIMALIZÁCII POTENCIÁLNYCH VÝNOSOV

Vzhľadom na prevládajúce neistoty v súčasnosti odporúčame opatrný prístup, ktorý sa vyhýba veľkým riadeným obchodom. Naša stratégia zdôrazňuje globálny pohľad na akciové portfóliá, pričom využíva silné stránky rôznych krajín a regiónov a zároveň kombinuje hodnotové a rastové investičné štýly. Tento prístup podporuje diverzifikovanú a komplexnú investičnú stratégiu, ktorá je navrhnutá tak, aby pomohla prekonať volatilitu trhu a zároveň optimalizovala potenciálne výnosy na problémových trhoch.

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)





Tabuľky s prognózami

Prognózy UniCredit

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

	Reálny HDP (% R/R)			Spotrebitel'ské ceny (% R/R)			Zostatok rozpočtu (% HDP)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globálne	3,2	2,7	2,9						
USA	2,8	1,7	1,9	2,9	3,2	3,2	-7,6	-8,0	-8,6
Eurozóna	0,8	0,8	1,0	2,4	2,1	1,9	-3,7	-3,4	-3,2
Nemecko	-0,2*	0,1*	1,3*	2,2	1,7	1,7	-2,8	-2,2	-3,0
Francúzsko	1,1	0,6	1,1	2,0	0,9	1,4	-5,8	-5,6	-4,5
Taliansko	0,5	0,5	0,8	1,0	1,8	1,7	-3,4	-3,4	-3,0
Španielsko	3,2	2,4	1,8	2,9	2,5	2,0	-3,2	-3,0	-2,5
UK	0,9	0,8	1,1	2,5	3,2	1,9	-4,3	-4,0	-3,8
Čína	5,0	4,0	3,8	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Japonsko	0,1	0,9	0,7	2,7	2,3	1,9	-3,5	-3,5	-3,0
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: 0,4 % (2024), 0,2 % (2025) a 1,0 % (2026)

ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

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

Zdroj: Investment Institute UniCredit

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	10. 4. 25	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,50	2,00	1,75	1,75
3M Euribor	2,30	1,95	1,75	1,75
2Y Schatz	1,87	1,90	1,90	1,80
10-ročný nemecký dlhopis	2,69	2,70	2,70	2,70
2Y EUR swap	2,05	2,05	2,05	1,95
10Y EUR swap	2,63	2,70	2,70	2,75
10-ročné rozpätie Bund – swap	-6	0	0	5
2Y BTP	2,18	2,30	2,30	2,20
10Y BTP	3,87	3,90	3,90	3,90
10-ročné rozpätie BTP – Bund	119	120	120	120
USA				
Sadzba Fed	4,50	4,50	4,50	4,25
3M OIS SOFR	4,28	4,40	4,23	4,15
2Y UST	3,86	4,15	4,15	4,00
10Y UST	4,31	4,50	4,50	4,50
10-ročné rozpätie UST – Bund	163	180	180	180

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ TRHY

	10. 4. 25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR – USD	1,10	1,10	1,11	1,12
USD – JPY	146	146	145	143
EUR – JPY	161	162	162	162
GBP – USD	1,29	1,28	1,27	1,26
EUR – GBP	0,86	0,86	0,87	0,89
USD – CNY	7,34	7,32	7,30	7,28
EUR – CNY	8,06	8,05	8,10	8,15

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	10. 4. 25	Polovica roka 2025	Koniec roka 2025
Ropa			
Brent USD/barel.	64	65	68
Akcie			
Euro STOXX 50	4 986	5 000	5 350
STOXX Europe 600	504	500	540
DAX	21 279	21 500	23 000
MSCI Taliansko	86	92	98
S&P 500	5 457	5 400	5 700
Nasdaq 100	19 145	19 000	20 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	110	125	110
iBoxx Banks Senior	114	90	85
iBoxx High Yield NFI	404	450	420

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	10. 4. 24	10. 4. 20	10. 4. 21	10. 4. 22	10. 4. 23	10. 4. 24	10. 4. 20	1. 1. 25
Do	10. 4. 25	10. 4. 21	10. 4. 22	10. 4. 23	10. 4. 24	10. 4. 25	10. 4. 25	10. 4. 25

INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (celkový výnos, v %)

MSCI Svet (v USD)	4,4	50,6	6,0	-5,4	23,3	4,4	94,1	-6,1
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	-3,3	53,5	-13,9	-9,3	9,5	-3,3	29,0	-7,0
MSCI USA (v USD)	7,1	53,4	9,3	-7,6	28,1	7,1	111,0	-7,1
MSCI Európa (v EUR)	-4,1	33,8	9,6	3,5	13,0	-4,1	65,3	-6,5
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	-4,9	49,8	-13,1	-5,8	12,2	-4,9	32,3	-9,1
STOXX Europe 600 (v EUR)	-4,2	35,2	8,5	2,7	13,3	-4,2	64,5	-6,7
DAX 40 (Nemecko v EUR)	8,7	44,2	-6,1	9,2	15,6	8,7	86,2	-1,2
MSCI Taliansko (v EUR)	2,5	38,7	4,3	14,1	32,5	2,5	128,3	-3,0
ATX (Rakúsko, v EUR)	6,3	49,6	5,0	3,1	16,5	6,3	103,1	-0,1
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	-2,4	22,6	15,1	-7,8	5,2	-2,4	33,4	-5,0
S&P 500 (USA, v USD)	7,2	50,5	11,1	-6,9	27,6	7,2	111,2	-6,9
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-18,3	56,3	-7,4	4,8	44,4	-18,3	80,3	-19,8
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	8,7	35,6	-15,8	-0,8	-12,4	8,7	9,5	-6,1

INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (celkový výnos, v %)

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	6,3	-6,6	-7,4	-3,2	-5,3	6,3	-15,6	3,1
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	5,9	-4,5	-6,1	-2,3	-2,5	5,9	-9,4	2,3
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	5,1	7,9	-7,5	-2,5	2,6	5,1	5,3	0,2
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	1,4	-0,2	-8,9	-10,3	1,5	1,4	-16,5	-1,0
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	2,5	2,7	-8,2	-9,4	3,3	2,5	-10,1	-0,7
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	4,1	7,7	-6,8	-6,2	6,2	4,1	3,6	-0,3

VÝNOSY DLHOPISOV (zmena v bázičných bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	-24	94	108	71	112	-24	358	-26
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-61	42	171	110	99	-61	360	-29
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-19	-112	170	131	44	-19	212	11
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	14	1	106	150	11	14	289	18
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	9	-27	106	161	0	9	259	20
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-8	-123	150	204	-45	-8	187	28

SPREADY ŠTÁTNYCH DLHOPISOV (úverové rozpätia, zmena v bázičných bodoch)

Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	32	-167	25	25	-55	32	-140	39
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	127	-472	36	113	-153	127	-359	145
Európske podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	17	-92	34	32	-44	17	-54	21
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	77	-357	97	90	-125	77	-229	118

VÝMENNÉ KURZY EURA (zmena v %)

Americký dolár (EUR – USD)	1,7	9,4	-8,5	0,5	-0,4	1,7	1,6	6,3
Britská libra (EUR – GBP)	1,1	-1,0	-3,4	5,0	-2,5	1,1	-1,3	4,2
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-5,4	4,3	-7,9	-2,7	-0,6	-5,4	-12,1	-1,4
Japonský jen (EUR – JPY)	-3,2	10,2	4,0	6,4	13,5	-3,2	34,9	-2,1

KOMODITY (zmena v %)

Komoditný index (GSCI, v USD)	29,8	-3,3	9,9	2,1	15,7	29,8	65,5	15,7
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-8,6	59,8	35,4	-24,5	2,6	-8,6	54,5	-6,0
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	31,9	3,6	10,6	2,4	16,4	31,9	82,9	17,1
Ropa (Brent, v USD za barel)	-26,4	98,7	62,2	-17,1	4,5	-26,4	107,7	-11,8

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 10. aprílu 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, 4
20154 Miláno



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

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

GENERÁTORI NÁPADOV

Manuela D'Onofriová
Vedúca oddelenia GIS

Fabio Petti
Zástupca vedúcej 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

CHIEF EDITOR

Edoardo Campanella

MANAGING EDITORS

Tullia Bucco

Thomas Strobel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

PRODUCTION

Frank Blaser

Ingo Heiming

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

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.the-investment-institute.unicredit.eu/en/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 náhlým 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 10. aprílu 2025.