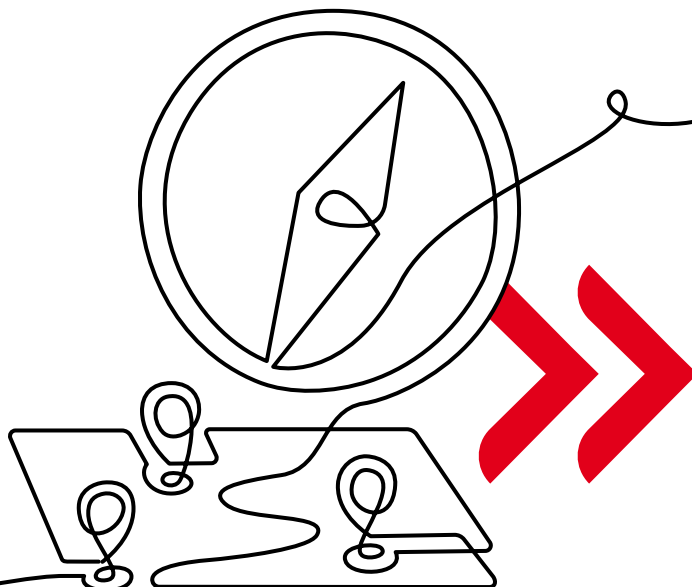


The Compass Checkpoint

22. 5. 2025



Neisté výsledky rokovaní

Svetové hospodárstvo je v neistote. Recipročné clá, ktoré Trumpova administratíva oznámila 2. apríla, boli pozastavené do 8. júla. USA medzitým rokujú o paralelných obchodných dohodách so všetkými svojimi hlavnými obchodnými partnermi. Hneď po zmrazení cieľ 10. apríla Peter Navarro, Trumpov hlavný obchodný poradca, vyhlásil, že administratíva si stanovila obchodný cieľ „uzavrieť 90 dohôd za 90 dní“.

Washington nedávno oznámil prvú takúto dohodu so Spojeným kráľovstvom. Z toho možno vyvodit' dve ponaučenia. Po prvé, Trumpova administratíva je ochotná znížiť clá, ale len do určitej miery. Preto nedôjde k návratu k súčasnemu stavu a 10 % clo na väčšinu tovarov dovážaných do USA sa pravdepodobne stane dolnou hranicou – oproti predchádzajúcemu priemernému clu na dovoz do USA vo výške približne 2,5 %.

Po druhé, komplexné obchodné dohody sa nedajú prerokovať za niekoľko týždňov. Obchodná dohoda so Spojeným kráľovstvom ešte nie je uzavretá. Stále je potrebné doladiť niektoré detaily. Dohody s veľkými ekonomikami, ako je Čína alebo EÚ, budú trvať ešte dlhšie.

To nie je prekvapujúce. Obchodné rokovania len s jednou krajinou môžu vzhľadom na technickú zložitosť trvať mesiace alebo dokonca roky. Trumpova administratíva sa pritom nezameriava len na znižovanie zahraničných cieľ, ale aj na odstraňovanie všetkých možných obchodných prekážok, ako sú zahraničné zákony, nariadenia a politiky, ktoré podľa nej bránia hospodárskej súťaži. Preto sa veľká časť neistoty, ktorú pociťujú spoločnosti, spotrebiteľia a investori, nerozptýli ani po 8. júli (a v prípade Číny ani po 10. auguste). Jedinou istotou je, že svet smeruje k režimu trvalo vyšších cieľ.

Centrálne banky sa snažia brodiť v týchto neprebádaných vodách, pričom sa zvyšuje riziko divergencie menovej politiky medzi FED-om a ostatnými. ECB na svojom poslednom zasadnutí znížila úrokové sadzby a v roku 2025 ich má znížiť ešte dvakrát. Hlavné centrálne banky sú v podobnom režime uvoľňovania. FED, naopak, napriek tlaku Trumpovej administratívy na svojom poslednom zasadnutí úrokové sadzby neznížil a uviedol, že získava čas na posúdenie možných stagflačných rizík spôsobených Trumpovou protekcionistickou politikou. Táto neistota v rokovaniach pravdepodobne ešte viac oslabí dôveru v dolár a udrží volatilitu na trhu.

Manuela D'Onofriová
Predsedníčka
Investment Institute

Fabio Petti
Podpredseda
Investment Institute

Edoardo Campanella
Riaditeľ a hlavný redaktor
Investment Institute

POHĽADY CIO

2

- Alokácia aktív

GLOBALNE PRÍBEHY

3

- Škrty ECB budú pokračovať, FED čaká zložité vyvažovanie
- Presmerovanie obchodu s čínskym tovarom z USA do EÚ
- Prečo sa nezamestnanosť v USA nemusí výrazne zvýšiť

Predmet 1: Preťahovanie sa medzi USA a Čínou zatažuje globálne hodnotové reťazce

PRÍBEHY Z TRHU

8

Čo sa deje na trhu?

- Akcie
- Pevný príjem
- Komodity
- Devízový trh

Predmet 2: USD a Treasury – riziká nespokojnosti?

TABUĽKY S PROGNÓZAMI

17



Pohl'ady CIO

Alessandro Caviglia (Taliansko), Philip Gisdakis (Nemecko), Oliver Prinz (Rakúsko)

Od začiatku apríla, keď Trumpova administratíva oznámila zavedenie recipročných ciel, sa toho udialo veľa. Rizikové aktíva, najmä akcie, boli celosvetovo vypredané, pričom trhy v USA boli zasiahnuté obzvlášť tvrdo. Zároveň prudko vzrástli výnosy UST a dolár oslabil, čo naznačuje potenciálne oslabenie tradičného štatútu bezpečného prístavu pre americké štátne dlhopisy aj USD. Napriek tejto situácii sa relatívne lepšia výkonnosť európskych akcií v porovnaní s ich americkými náprotivkami, ktorú sme zaznamenali v prvých týždňoch roka, nezmenila. Vzhľadom na turbulencie vyvolané obchodnou politikou USA sa európske hospodárske podmienky udržali relatívne dobre. Naopak, očakávania rastu HDP v USA boli upravené výrazne nadol.

Vzhľadom na pretrvávajúcu neistotu sa silné smerové výzvy v oblasti alokácie akcií zdajú byť neopodstatnené – napriek nedávnomu odraze od aprílových miním. Naďalej sa zameriavame na dôkladný výber spoločností, odvetví a tém. Európske akciové trhy s vyšším podielom hodnotových a defenzívnych sektorov ponúkajú investorom určitú stabilitu portfólia. Spolu s relatívnou odolnosťou európskej ekonomiky sme upravili našu pozíciu európskych akcií (z podväženej) a tichomorských akcií (z nadväženej) na neutrálnu.

Hoci európske hospodárstvo tiež pocíti vplyv obchodného napätia v USA a vyšších ciel, investičné iniciatívy oznámené novou nemeckou vládou by mali pomôcť podporiť regionálny dopyt. Oslabenie amerického dolára, ktoré ešte zhoršuje Trumpova zjavná ochota podporiť vývoz prostredníctvom mäkkej zelenej bankovky, zároveň vyvoláva širšie obavy súvisiace s dlhodobou úlohou dolára ako bezpečného prístavu. Tento vývoj možno považovať za prvé známky dlhodobého trendu dedolarizácie.

V dôsledku toho sme zástancami opatrnejšieho postoja voči USD. V oblasti pevného príjmu to znamená prehodnotenie expozície voči americkému doláru a rizika durácie UST, pričom sa očakáva, že volatilita zostane zvýšená. Na zníženie expozície možno využiť obdobia dočasnej sily USD. Naďalej uprednostňujeme našu stratégiu „Quality Carry“ v oblasti fixného príjmu: nadvážiť korporátne dlhopisy investičného stupňa a dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov denominované v eurách a podväžiť globálne dlhopisy s vysokým výnosom.

ALOKÁCIA AKTÍV

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 (EMU)		●	
Štátne dlhopisy (N-EMU)		●	
Podnikové dlhopisy (investičný stupeň denominovaný v EUR)			●
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

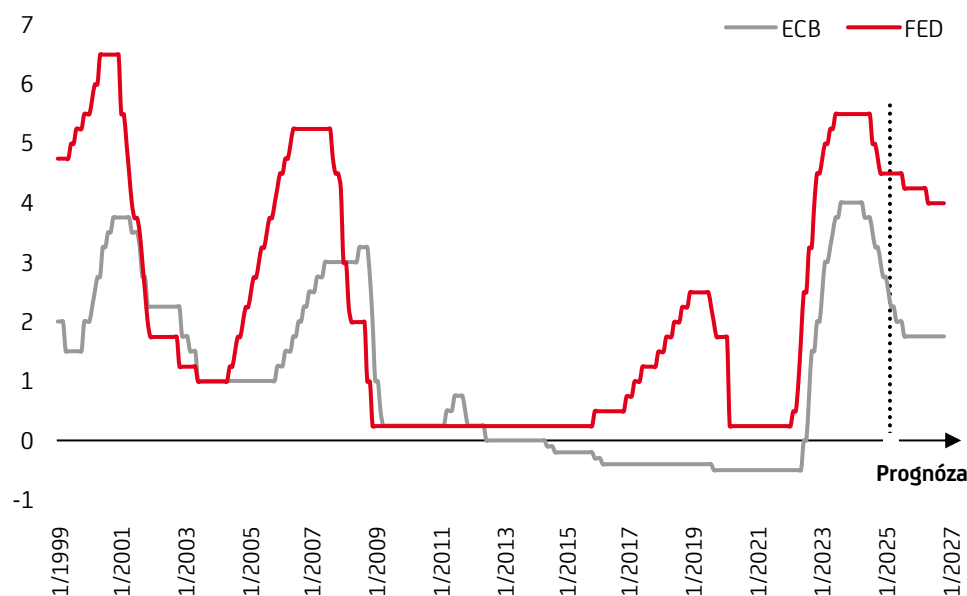


Škrty ECB budú pokračovať, FED čaká zložité vyvažovanie

Zdá sa, že ECB má pred sebou menej náročnú úlohu ako FED. Rétorika vo Frankfurtu sa zmiernila, keďže obchodná vojna zvyšuje riziká ohrozujúce výhľad rastu eurozóny a zároveň zvyšuje dezinflačné tlaky, prinajmenšom v krátkodobom až strednodobom horizonte. Slabý hospodársky rast, zhodnocovanie eura, nižšie ceny energií a riziko významného odklonu čínskych obchodných tokov od USA pravdepodobne posilnia dôveru ECB vo včasný a udržateľný návrat inflácie k jej 2-percentnému cieľu. To naznačuje, že znižovanie sadzieb bude zrejme pokračovať aj v júni, keď sa depozitná sadzba pravdepodobne ďalej zníži na 2 %, čím kumulatívne zníženie sadzieb v tomto cykle dosiahne 200 bázičných bodov. Potvrďujeme náš názor, že depozitná sadzba dosiahne do septembra najnižšiu úroveň 1,75 %, čím sa dostane na dolnú hranicu odhadovaného neutrálneho pásma ECB.

GRAF 1.1: FED OSTÁVA REŠTRIKTÍVNY

SADZBA POLITÍK, V %



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

FED 7. mája ponechal cieľové rozpätie sadzby federálnych fondov na úrovni 4,25 – 4,50 %. Predseda FED-u Powell zopakoval, že menová politika je dobre nastavená a že je vhodné, aby centrálna banka počkala na väčšiu jasnosť (v oblasti vládnej politiky a hospodárskych údajov), kým sa rozhodne, či sadzby upraví. FED je vo veľmi zložitej situácii, keďže clá pravdepodobne zvýšia infláciu a oslabia hospodársky rast, čím sa dostanú do napätia jeho dva mandátové ciele, a to 2-percentná inflácia a maximálna zamestnanosť. V takejto situácii by FED rozhodoval o politike na základe toho, ako ďaleko je ekonomika od jednotlivých cieľov. Podľa nášho názoru je latka pre úpravu sadzieb pred septembrom nastavená veľmi vysoko, keďže 90-dňová pauza v oblasti „recipročných“ cieľ trvá do 8. júla. Zotrvávame na našom názore, že v základnom scenári bez recesie sa FED pravdepodobne zameria na svoj cieľ cenovej stability. V tomto roku očakávame len jedno zníženie sadzieb, a to vo 4. štvrtroku 2025 a jedno zníženie v polovici roka 2026.



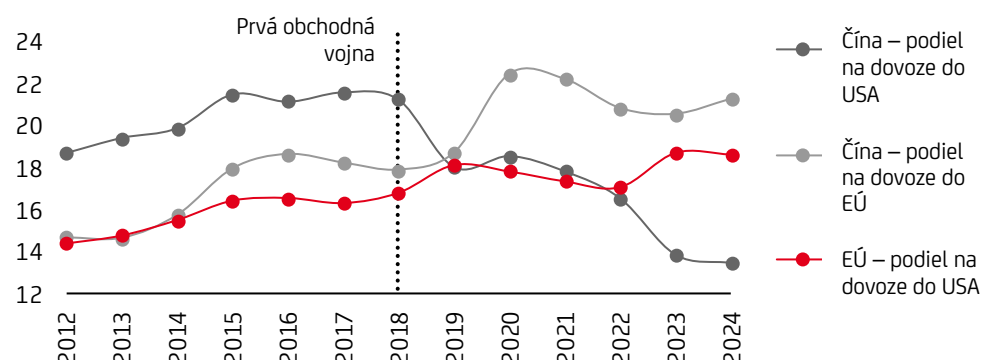
Presmerovanie obchodu s čínskym tovarom z USA do EÚ

Po najnovšom znížení amerických ciel na čínsky tovar zo 145 % na 30 % zostávajú tieto clá stále podstatne vyššie ako clá na dovoz zo zvyšku sveta, ktoré v súčasnosti predstavujú 10 %. Hoci neistota ohľadom výsledku ďalších obchodných rokovaní je naďalej vysoká, domnievame sa, že značné rozdiely v clách USA na tovar z Číny a iných krajín zostanú zachované. Táto medzera pravdepodobne vyvolá účinky presmerovania obchodu v dvoch rôznych formách:

1. **Presmerovanie čínskeho vývozu z USA do iných regiónov vrátane EÚ.** V opačnom prípade by sa v Číne zvýšili nadmerné priemyselné kapacity, čo je dlhodobá obava čínskych politikov, najmä vzhľadom na slabý domáci dopyt. Strategické presmerovanie vývozu do EÚ by malo zmysel, pretože najmä vyspelé európske ekonomiky sú z hľadiska dopytu, výberu spotrebiteľov atď. porovnateľné s USA. Všimnite si, že v roku 2024 Čína vyviezla do USA tovar v hodnote takmer 440 miliárd USD v porovnaní s viac ako 550 miliardami USD do EÚ. Ďalší prílev čínskeho tovaru na európsky trh by mohol spôsobiť napätie pre miestnych výrobcov v odvetviach, v ktorých priamo konkurujú čínskym výrobcom. Príkladom sú strojársky priemysel a priemysel vysokohodnotného spotrebného tovaru, ktoré môžu byť nútené znížiť ceny, aby si udržali trhové podiely. S cieľom zmierniť takéto nepriaznivé účinky uvažujú tvorcovia politiky EÚ o zavedení antidumpingových ciel na ochranu svojho priemyslu. Tým by sa však zvýšilo aj riziko protiopatrení zo strany Číny vo forme dodatočných prekážok pre vývoz z EÚ.
2. **Vývozcovia z EÚ zvyšujú svoj vývoz do USA,** najmä v priemyselných odvetviach, ako sú strojárstvo a chemický priemysel, keďže vyššie americké clá výrazne predražujú čínsky tovar. Európski výrobcovia však (čiastočne) konkurujú iným krajinám, ako sú Japonsko a Južná Kórea.

V tejto fáze je ťažké povedať, aké veľké budú tieto dva „odklonové“ účinky vzhľadom na neistotu v súvislosti s obchodnou politikou USA, EÚ a Číny. Od Trumpa 1.0 čiastočné presmerovanie čínskeho vývozu z USA do EÚ prevládalo nad ziskom trhových podielov EÚ v USA (pozri graf 1.2). V roku 2018 pochádzalo z Číny približne 21 % celkového dovozu tovaru do USA, zatiaľ čo v minulom roku to bolo menej ako 14 %. Zároveň sa podiel Číny na dovoze do EÚ zvýšil z 18 % na 21 – 22 %. Rastúci podiel Číny na trhu EÚ, samozrejme, neodráža len clá, ale aj iné faktory, ako napríklad rast Číny ako významného výrobcu automobilov a ekologických technologických tovarov (solárne panely, batérie atď.).

GRAF 1.2: ODKLON OBCHODU OD TRUMPA 1.0
DOVOZNÉ PODIELY, V %



Zdroj: IMF, Investment Institute UniCredit



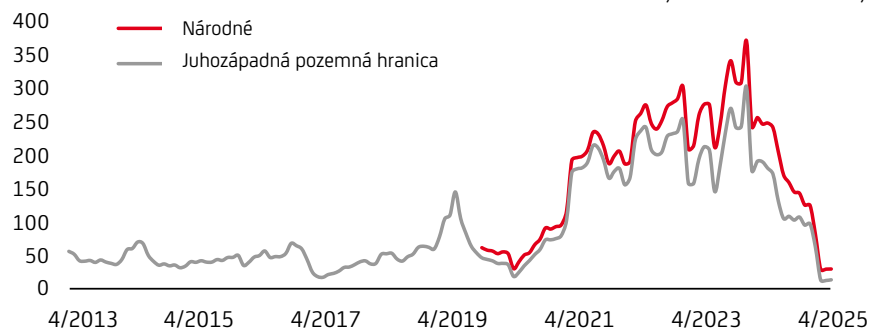
Prečo sa nezamestnanosť v USA nemusí výrazne zvýšiť

Trh práce v USA zostal v období bezprostredne po zavedení cieľ zatiaľ stabilný. Dopyt po pracovnej sile sa síce naďalej zmierňoval v súlade s trendom pred zavedením cieľ (pričom počet voľných pracovných miest naďalej postupne klesal), ale v súčasnosti je vo veľkej miere v rovnováhe s ponukou pracovnej sily (čo sa prejavilo v apríli, keď miera nezamestnanosti zostala na stále nízkej úrovni 4,2 %). V tejto časti sa zaoberáme tým, ako kľúčový vývoj v oblasti prisťahovalectva a cieľ pravdepodobne ovplyvní mieru nezamestnanosti.

Úrad pre sčítanie ľudu odhaduje, že počet obyvateľov sa v roku do polovice roka 2024 zvýši o 3,3 milióna (1,0 %), čo je najviac od 90. rokov 20. storočia, pričom 84 % tohto nárastu predstavuje čistá imigrácia. Novšie ukazovatele vrátane údajov ministerstva vnútornej bezpečnosti o stretnutiach migrantov s agentmi colnej a pohraničnej stráže na hraniciach naznačujú, že imigrácia sa v druhej polovici minulého roka výrazne spomalila, keďže Bidenova administratíva prijala opatrenia na sprísnenie imigračnej politiky. Pokles imigrácie sa v prvých troch mesiacoch druhej Trumpovej vlády zrýchlil (pozri graf 1.3). Trumpova administratíva sa zaviazala znížiť imigráciu, najmä nelegálnu, a uskutočniť najväčšiu deportáciu migrantov bez dokladov, akú kedy prezident USA vykonal (viac ako milión ľudí!). Predpokladáme, že sa tak nestane a úsilie o deportáciu bude obmedzené. Zdá sa však pravdepodobné, že čistá imigrácia bude za prezidenta Trumpa naďalej podstatne nižšia ako v posledných rokoch. Tým sa spomalí rast ponuky pracovnej sily a zníži sa miera nezamestnanosti, pretože prácu si bude hľadať menej pracovníkov.

GRAF 1.3: POKLES IMIGRÁCIE SA ZA TRUMPA ZRÝCHLIL

STRETNUTIA AMERICKEJ POHRANIČNEJ STRÁŽE NA HRANICIACH, PODĽA MESIACOV, V TISÍCOCH ĽUDÍ



Zdroj: Colná a hraničná ochrana USA, Investment Institute UniCredit

Vplyv vyšších cieľ na mieru nezamestnanosti je teoreticky nejednoznačný. Na jednej strane prudký nárast ekonomickej neistoty (najmä v dôsledku neistoty v oblasti obchodnej politiky USA) povedie k tomu, že firmy budú odkladať prijímanie nových zamestnancov a vyššia inflácia spôsobená clami bude vplývať na spotrebiteľský dopyt, čím sa zníži dopyt po práci a zároveň sa vytvorí tlak na rast miery nezamestnanosti. Na druhej strane by clá mohli mať vplyv na produktivitu práce (produkcii na hodinu), a to tak v krátkodobom horizonte (prostredníctvom narušenia dodávateľského reťazca), ako aj v dlhodobom horizonte (prostredníctvom zníženej špecializácie, úspor z veľkovýroby a technologického transferu súvisiaceho s obchodnými tokmi). To by mohlo vyžadovať viac práce na zachovanie rovnakej úrovne produkcie, čo by znížilo mieru nezamestnanosti.

Celkovo očakávame, že trh práce sa uvoľní a miera nezamestnanosti sa zvýši, ale nie o veľa. To obmedzí, o koľko môže FED znížiť úrokové sadzby, keďže inflácia sa v nasledujúcom roku pravdepodobne výrazne zvýši v dôsledku cieľ. Tento rok vidíme len jedno zníženie sadzieb o 25 bázických bodov (vo 4. štvrtroku 2025).



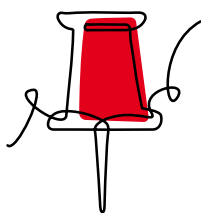
Pretahovanie sa medzi USA a Čínou zatažuje globálne hodnotové reťazce

Autor: Andreas Rees

V posledných dvoch alebo troch desaťročiach prechádzala organizácia výrobných zariadení rozsiahlou transformáciou. Vďaka zníženým nákladom na komunikáciu a dopravu mnohé spoločnosti rozdelili svoje dodávateľské reťazce na medzinárodnej úrovni. Výrobné činnosti boli roztrieštené a rozptýlené v mnohých krajinách. Zvyčajne sa úlohy náročné na pracovnú silu presúvali na rozvíjajúce sa trhy s nižšou úrovňou miezd, zatiaľ čo činnosti vyžadujúce veľa kapitálu a znalostí sa ponechávali doma alebo sa outsourcovali do iných priemyselných krajín. V dôsledku toho sa mnohé tovary nevyrábali úplne len v rámci jednej krajiny a potom sa posielali do inej. Namiesto toho napríklad dovoz do USA s označením „Made in China“ zahŕňal aj výrobné činnosti vo forme vstupných tovarov z iných krajín. V priebehu rokov sa tieto globálne hodnotové reťazce (GVC) stali základom svetového obchodu a predstavujú približne 50 % celosvetovo obchodovaného tovaru a služieb.

Preto je zameranie, ba priam posadnutosť amerického prezidenta Trumpa na bilaterálne obchodné nerovnováhy veľmi anachronické. Ak sa budeme pozeráť len na údaje o vývoze a dovoze z USA, zanedbáme tým komplexnosť globálneho obchodu. Spomeňme si len na výrobu iPhoneu, ktorá zahŕňa rozsiahlu sieť dodávateľov a montážnych firiem vo viacerých krajinách. GVC začína s koncepciou a dizajnom v USA. Vysoko technologické komponenty pochádzajú z Japonska, Južnej Kórey, Nemecka, USA a niektorých ďalších krajín. Dlhý čas bol iPhone primárne zostavovaný v Číne taiwanskými spoločnosťami. Najmä India, ale aj Vietnam sa však v poslednom čase stali významným centrom montáže iPhoneov určených pre americký trh.

Vyššie americké clá a neistota ohľadom budúcej obchodnej politiky USA pravdepodobne naštrbia medzinárodné viacstupňové výrobné procesy. Negatívny vplyv by mohlo mať najmä obchodné napätie medzi USA a Čínou a stále vysoké americké clo na čínsky tovar vo výške 30 % na 90 dní po jeho znížení zo 145 %. To môže narušiť aj výrobné a obchodné aktivity iných krajín a regiónov, ako sú EÚ, Japonsko, rozvíjajúca sa Ázia atď. Takzvaná miera účasti na GVC meria takéto negatívne účinky prostredníctvom posúdenia potenciálnych škôd, ktoré clá a iné obchodné obmedzenia spôsobujú vývozu krajiny (pozri tiež box o terminológii GVC). Konkrétnejšie, miera účasti na GVC ukazuje, do akej miery je krajina súčasťou medzinárodného viacstupňového výrobného a obchodného procesu, ako podiel celkového vývozu krajiny do sveta.



TERMINOLÓGIA GVC

GVC pozostáva z dvoch pilierov, tzv. spätnej integrácie a doprednej integrácie. Spätná integrácia predstavuje podiel dovozu na vývoze krajiny. Meria napríklad pridanú hodnotu, ktorú EÚ dováža vo forme medziproduktov z iných krajín, ako sú USA a Čína, a ktorá sa potom používa na vytváranie vývozu EÚ. Dopredná integrácia predstavuje vývoz EÚ, ktorý používajú iné krajiny, napríklad USA (alebo Čína), ako medziprodukty pri výrobe amerického (čínskeho) vývozu. Miera účasti GVC sa rovná súčtu týchto dvoch zložiek a meria sa ako podiel hrubého vývozu EÚ do sveta. Čím vyšší je tento podiel, tým viac je EÚ vo svojich vývozných činnostiach vystavená treniam v GVC.

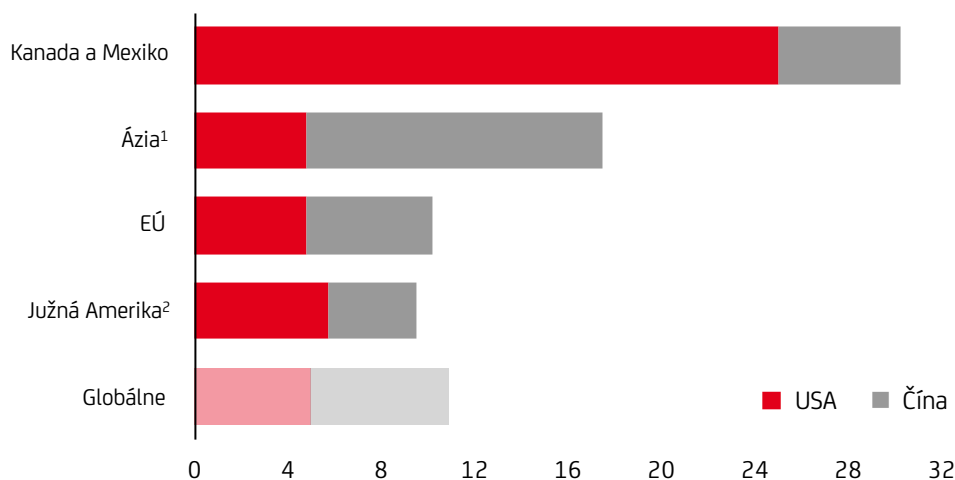


V nasledujúcom texte sme vypočítali mieru účasti na GVC, ktorá sa týka nadnárodných výrobných procesov niektorých hlavných regiónov, ako je EÚ, a ku ktorej prispievajú aj USA a Čína. Inými slovami, kladieme si jednoduchú, ale dôležitú otázku: Do akej miery je EÚ vystavená treniam vo svojich globálnych dodávateľských reťazcoch v dôsledku obchodnej vojny medzi USA a Čínou?

Podľa našich výpočtov, založených na údajoch z Konferencie OSN o obchode a rozvoji (UNCTAD), boli medzi hlavnými regiónmi značné rozdiely. Južná Amerika a EÚ s podielom približne 10 % boli podstatne menej zraniteľné ako ázijské krajiny so 17 % (pozri graf 1.4). Inak povedané, približne desatina celkového vývozu EÚ bola súčasťou cezhraničného dodávateľského reťazca, do ktorého prispeli aj USA a Čína. Je zrejmé, že obrovský vnútorný trh EÚ sa v tejto oblasti osvedčil, keďže veľká väčšina cezhraničných dodávateľských reťazcov krajín EÚ sa nachádzala v samotnej Európskej únii. Nezabúdajte však, že 10 % podiel GVC na celkovom vývoze stále znamená, že by mohli byť ohrozené približne 4 % HDP EÚ. Nie je prekvapením, že s mierou účasti na GVC vo výške 17 % sú ázijské krajiny viac vystavené šokom, najmä z Číny. Ešte zraniteľnejšie by boli Kanada a Mexiko (30 %) v prípade zvýšenia ciel USA na ich vývoz vzhľadom na ich silnú prepojenosť s USA.

GRAF 1.4: MIERA ÚČASTI KRAJÍN A REGIÓNOV NA GVC S USA A ČÍNOU

V % CELKOVÉHO HRUBÉHO VÝVOZU KRAJÍN/REGIÓNOV (2022; POSLEDNÉ DOSTUPNÉ ÚDAJE)



Zdroj: Databáza UNCTAD-EORA GVC, Investment Institute UniCredit

1. Južná Amerika zahŕňa Argentínu, Bolíviu, Brazíliu, Čile, Kolumbiu, Peru a Uruguaj.

2. Ázia zahŕňa Bangladéš, Kambodžu, Indiu, Indonéziu, Japonsko, Malajziu, Pakistan, Filipíny, Singapur, Južnú Kóreu, Taiwan, Thajsko a Vietnam.





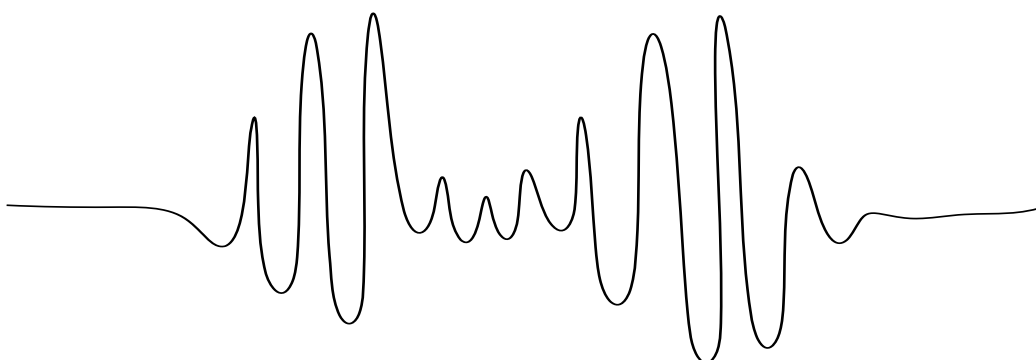
Príbehy z trhu

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

Čo sa deje na trhu?

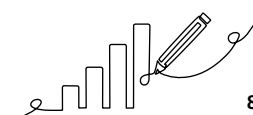
ŠUM

Po tom, čo Trumpove náhle oznámenia o clách vyvolali prudký odpredaj, ktorý odrážal znepokojenie investorov z globálnej obchodnej vojny a potenciálnych recesných tlakov, najmä v USA, trhy pokračovali v kolísaní v dôsledku colných hrozieb a špekulácií o nezávislosti FED-u, len aby po chladnejších signáloch opäť zmenili kurz. Nedávne zisky akciových indexov, najmä DAX, odrážajú úľavu investorov z ochladenia obchodného napätia medzi USA a Čínou a obnovený optimizmus v súvislosti s fiškálnym obratom Nemecka. Presvedčenie investorov sa pod povrchom ešte stále formuje. Hoci trhy zostávajú citlivé na politické signály a zmeny spôsobené hlavnými správami, existujú náznaky väčšej stability.



SIGNÁL

Hoci Trumpove extrémnejšie politické inštinkty narazili na disciplínu (dlhopisového) trhu, potreba stabilnej politiky a jasného smerovania ešte nebola naliehavějšía. Rastúce výnosy na dlhodobých trhoch si vynútili kľúčové zvraty – predovšetkým odklad cieľ a potvrdenie pozície predsedu FED-u Jeroma Powella – ktoré poukázali na limity výkonnej moci USA. Hoci určitá ujma na dôvere už bola spôsobená a zdá sa, že ďalšie oslabenie amerického dolára je pravdepodobné, najnovšie Trumpove kroky poskytujú upokojenie. Napriek tomu sa v prostredí, ktoré je stále poznačené neistotou, a vzhľadom na to, že trhy zostávajú zraniteľné voči ďalším šokom, naďalej držíme názoru, že extrémny v sentimente by sa mali presne vyhodnocovať a uprednostňovať vysokokvalitné aktíva.



Akcie

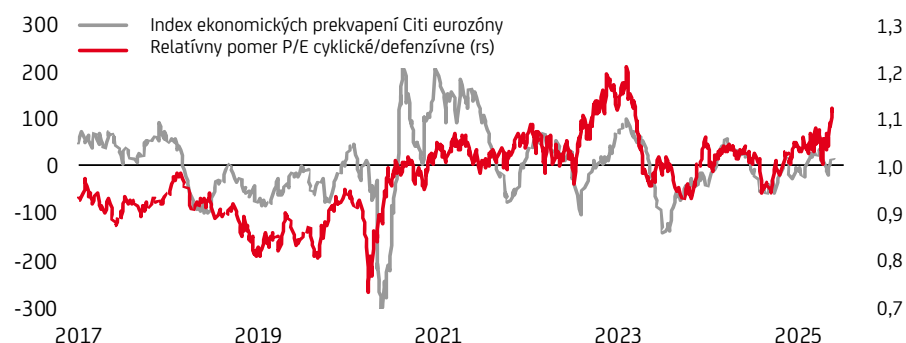
Akciové trhy sa zotavujú na úrovne zaznamenané tesne pred „Dňom oslobodenia“

Svetové akciové trhy sa nedávno stabilizovali v dôsledku úsilia o zmiernenie prebiehajúcich colných sporov. Táto stabilizácia však stále stojí na vratkých základoch, keďže do veľkej miery závisí od ďalšieho priebehu obchodných a colných rokovaní medzi USA a ich obchodnými partnermi. Trumpova administratíva naďalej zmiernuje niektoré zo svojich najagresívnejších colných politík, čo podporuje nádej, že riešenie prebiehajúcich sporov môže byť na dosah. Najmä po nedávnej dohode medzi USA a Čínou o znížení ciel na 90 dní vládne opatrný optimizmus, pokiaľ ide o možný pokrok v colnom spore medzi USA a Čínou v nasledujúcich týždňoch a mesiacoch. V kombinácii so všeobecne dobrými výsledkami za prvý štvrtrok to pomohlo globálnym akciovým trhom zotaviť sa na úroveň tesne pred Trumpovým oznámením o clách v „deň oslobodenia“ 2. apríla. Vzhľadom na stále prevládajúcu neistotu je však nepravdepodobné, že by akciové trhy v najbližšom období našli impulz na vytvorenie nových trendov trvalého rastu. Hoci očakávame, že volatilné prostredie bude pokračovať aj v lete, zvýšili sme naše cieľové hodnoty na koniec roka 2025 pre index S&P 500 na 6 100 indexových bodov a pre index Euro STOXX 50 na 5 600 indexových bodov (ďalšie cieľové hodnoty indexov nájdete v tabuľke s prognózou rizikových aktív na strane 18).

Nedávne zmiernenie ciel medzi USA a Čínou signalizuje predbežné zmiernenie obchodného napätia. Clá na oboch stranách však zostávajú výrazne nad úrovňou spred 2. apríla, takže dve najväčšie svetové ekonomiky, ktoré spolu tvoria približne polovicu svetového HDP, fungujú v podstatne prísnejších obchodných podmienkach. Hoci ďalšie rokovania môžu priniesť postupný pokrok, komplexné zrušenie ciel sa zdá byť v najbližšom období nepravdepodobné, keďže nás ešte čaká zložitá uzatváranie dohôd. Medzitým už možno došlo k dostatočným škodám, čo v dôsledku oslabenia tvrdých údajov oživuje obavy z recesie a zvyšuje obavy o vyhliadky akciových trhov. V tejto súvislosti sa nedávne zotavenie akcií, najmä európskych **cyklických akcií** oproti **bezpečným** (pozri graf 2.1), nezdá byť zlučiteľné s rizikami poklesu ekonomického rastu. Aj keď neočakávame, že by nastala recesia, ocenenie cyklických akcií zostáva v porovnaní s ich bezpečnými náprotivkami zvýšené. To so sebou nesie riziko ďalšej volatility na trhu, ak sa budú naďalej objavovať dôkazy o širšom spomalení globálnej ekonomiky. Z hľadiska pomeru rizika a výnosu v súčasnosti uprednostňujeme bezpečné investície pred cyklickými.

GRAF 2.1: EURÓPSKE CYKLICKÉ AKCIE VYZERAJÚ DRAHÉ

12M FWD P/E POMER EUROZÓNY CYKLICKÉ/BEZPEČNÉ A INDEX EKONOMICKÝCH PREKVAPENÍ



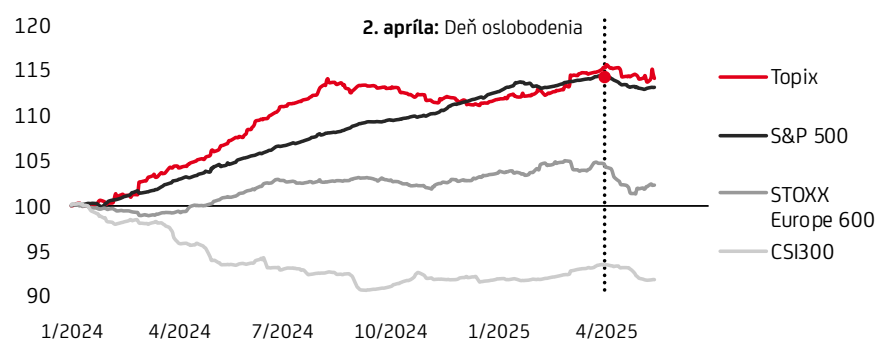
Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Odhadované zisky sa od Trumpovho oznámenia o rozsiahlych clách z 2. apríla dostali pod tlak (pozri graf 2.2). 12-mesačné odhady budúcich ziskov pre STOXX Europe 600 klesli približne o 3 % a pre S&P 500 o 2 %. V poslednom čase sa však začali objavovať prvé známky stabilizácie v súvislosti

s uvoľnením colného napätia. Očakávame, že väčšina negatívnych vplyvov na zisky spoločností vyplývajúcich z neistoty v súvislosti s clami v USA sa prejaví už v roku 2025. Vzhľadom na naše ekonomické prognózy by sa mal rast ziskov v roku 2026 obnoviť. Podľa našich odhadov sa zvýši približne o 10 %.

V minulosti sa konsenzuálne odhady ziskov začali zotavovať šesť až deväť mesiacov pred dosiahnutím hospodárskeho dna. To by znamenalo, že cyklické dno odhadov ziskov nastane niekedy v 3. štvrťroku 2025. Vzhľadom na to, že v 3. štvrťroku 2025 sa pravdepodobne objaví nový trend zvyšovania odhadov ziskov, prostredie na akciových trhoch by sa malo naďalej stabilizovať, čím sa opäť vytvoria sľubné príležitosti. Z relatívneho hľadiska môže Európa ťažiť zo štrukturálnych stimulov, ktoré sú spôsobené zvýšenými investíciami do infraštruktúry a vyššími výdavkami na obranu (napr. tendre sa musia uskutočňovať v celej Európe). Tie sa pravdepodobne zvýrazia v roku 2026, čím výrazne podporia zisky európskych spoločností.

GRAF 2.2: ODHADY EPS SÚ OD „DŇA OSLOBODENIA“ POD TLAKOM
ODHADY BUDÚCICH ZISKOV 12 MIL., 2024 = 100



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Čínske akcie boli od Trumpových oznámení o clách tiež pod tlakom, pričom odhady ziskov sa v súvislosti s pretrvávajúcou obchodnou neistotou znížili. Toto napätie sa prejavilo napríklad na trhoch v Šanghaji a Šen-čene (pozri graf 2.2). Nedávna 90-dňová dohoda o znížení ciel medzi USA a Čínou však priniesla (dočasnú) úľavu spomaľujúcemu sa čínskemu hospodárstvu a podporila náladu na trhu. Okrem toho cieľené stimulačné opatrenia čínskych orgánov začali stabilizovať sentiment. Peking nedávno prijal zákon o podpore súkromného sektora v snahe posilniť dôležitú úlohu súkromných firiem pri modernizácii hospodárstva a zabezpečiť spravodlivý prístup na trh. Tento legislatívny krok je v súlade so širšou stratégiou na podporu inovácií a priemyselného rastu. Okrem toho Čína zaviedla cieľené fiškálne opatrenia na stimuláciu domáceho dopytu a podporu podnikov. Tieto iniciatívy spolu s väčšou spoluprácou medzi vládou a podnikateľmi naznačujú stabilizáciu vyhladok čínskych akcií v závislosti od vývoja obchodných vzťahov a domácich hospodárskych reforiem. Hoci je najnovšia obchodná dohoda pozitívnym krokom, zásadný pokrok v riešení základných obchodných otázok bude pravdepodobne postupný.

Japonské akcie zostali relatívne odolné voči globálnemu obchodnému napätiu, pričom index Topix podporoval stabilný domáci dopyt a stabilný výhľad podnikových ziskov. Zatiaľ čo vonkajšia neistota súvisiaca s obchodnými vzťahmi medzi USA a Čínou zatažila náladu investorov, obmedzená priama expozícia Japonska voči clám pomohla zmierniť ich vplyv. Japonsko bolo jednou z prvých krajín, ktoré sa zapojili do obchodných rokovaní s americkou administratívou. Obe krajiny sa dohodli na zintenzívnení rokovaní o clách s cieľom dosiahnuť do júna obojstranne výhodnú dohodu. Pokračujúce reformy správy a riadenia spoločností a výrazné aktivity v oblasti spätného odkúpenia akcií ďalej podporili dôveru trhu. Z hľadiska budúceho vývoja je pravdepodobné, že štrukturálne témy, ako napríklad automatizácia, digitalizácia a ekologické investície, podporia výkonnosť, zatiaľ čo silnejší jen by mohol predstavovať výzvu pre vývozcov a potenciálne znížiť ich cenovú konkurencieschopnosť v zahraničí. Napriek tomu je hospodársky výhľad Japonska naďalej úzko spätý s dynamikou globálneho rastu a signálmi menovej politiky zo strany Banky Japonska (BoJ).

Pevný príjem

Štátne dlhopisy

Vývoj v súvislosti s obchodnou vojnou zostal kľúčovým faktorom výkonnosti trhov s pevným výnosom. Po ich pozitívnej a pomerne stabilnej výkonnosti v druhej polovici apríla sa štátne dlhopisy nedávno dostali pod predajný tlak po tom, ako USA a Čína znížili clá. Trhy mierne znížili svoje očakávania týkajúce sa budúceho znižovania sadzieb, pričom forwardové sadzby OIS v súčasnosti naznačujú zníženie sadzieb zo strany FED-u aj ECB do konca roka o 50 bázických bodov. Napriek nedávnemu výpredaju vzrástol 7- až 10-ročný index UST Bloomberg v tomto roku zatiaľ o 3 %, zatiaľ čo zodpovedajúci index Bundov je mierne v mínuse. Talianske štátne dlhopisy prekonal výkonnosť Bundov, pričom 10Y BTP-Bund spread sa za posledný mesiac znížil približne o 20 bázických bodov na takmer 100 bázických bodov. Od zvýšenia ratingu S&P v apríli sa zvýšil apetít po talianskych cenných papieroch, a to v dôsledku celkového zlepšenia ochoty podstupovať riziko a vnímania nízkého idiosynkratického rizika.

Výnosy 10-ročných dlhopisov UST vzrástli na 4,5 % a Bundov na 2,65 % za posledný mesiac na hornú hranicu svojho obchodného rozpätia. Podľa nášho názoru súčasné úrovne lepšie odrážajú hospodársky výhľad v USA a eurozóne. Predovšetkým si nemyslíme, že hospodárstvo USA bude čeliť masívnemu spomaleniu v dôsledku cieľ a zdá sa, že nedávne tvrdé údaje tento názor potvrdzujú. Podobne, hoci je vzhľadom na Trumpov návrh na zníženie daní určitá opatrnosť v súvislosti s jeho fiškálnou politikou opodstatnená, možnosť nekontrolovaných výdavkov jeho administratívy sa podľa nášho názoru javí ako vzdialená, čo obmedzuje možný zdroj tlaku na rast do budúcnosti. Na druhej strane, napriek očakávanému negatívnemu vplyvu cieľ na ekonomiku eurozóny fiškálna „bazuka“ navrhovaná nemeckým kancelárom Merzom spolu s pozitívnejším prístupom k verejným výdavkom pravdepodobne posilní rast a v budúcnosti štrukturálne zvýši ponuku štátnych dlhopisov. Preto, hoci volatilita bude pravdepodobne aj v budúcnosti vysoká, neočakávame výrazné pohyby výnosov dlhopisov UST a Bundov.

Transatlantický spread 10Y je v súčasnosti na úrovni 180 bázických bodov, čo je v súlade s jeho priemerom v tomto roku. Očakávame, že v nasledujúcich štvrtrokoch zostane na tejto úrovni. V poslednom čase sú UST a Bund slabo korelované, čo odráža výskyt idiosynkratických (a často protichodných) udalostí. Aj keď je nepravdepodobné, že by sa ich vzájomné vzťahy rozchádzali, vlády USA a Nemecka by mohli zostať menej prepojené ako v minulosti.

GRAF 2.3: V NASLEDUJÚCICH ŠTVRTROKOH OČAKÁVAME STABILNÉ ROZPÄTIE MEDZI UST A NEMECKÝMI ŠTÁTNymi DLHOPISMI
TRANSATLANTICKÉ ROZPÄTIE (BÁZICKÉ BODY)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Firemné úvery

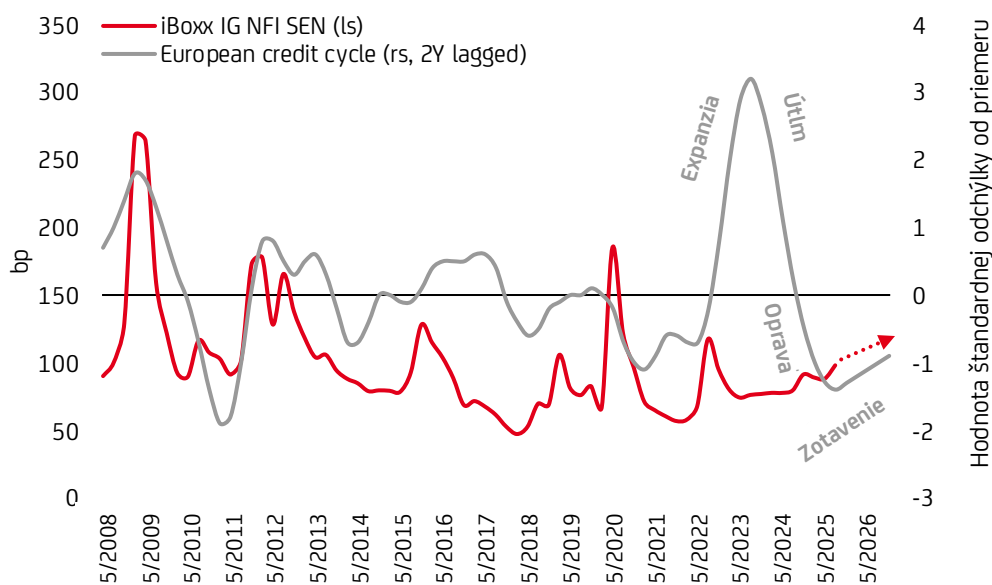
Podnikové úverové trhy sa po prudkom výpredaji po oznámení cieľ prezidentom Trumpom 2. apríla zotavili. Prémie za úverové riziko sa obchodujú na úrovni blízkej úrovni spred 1. apríla. Z hľadiska sektorov je však zrejmä určitá miera diferenciácie investorov. Sektory najviac vystavené obchodnému napätiu (základné suroviny, spotrebný tovar, výrobky a technológie pre osobnú spotrebu a spotrebu domácností) dosiahli slabšie výsledky, zatiaľ čo sektory viac zamerané na domácu ekonomiku (banky, telekomunikácie a verejné služby) dosiahli lepšie výsledky.

Ešte stále nie je jasné, či a ako sa vyrieši obchodný konflikt s USA. Výsledková sezóna za 1. štvrtrok však bola zatiaľ zmiešaná, čo potvrdzuje zhoršujúcu sa dynamiku úverových ukazovateľov. To sa prejavilo aj v náraste objemu padlých anjelov na 6,1 mld. EUR od začiatku roka, ktorý (mierne) prevýšil objem stúpajúcich hviezd (5,9 mld. EUR). Objem padlých anjelov bol spôsobený emitentmi zo sektorov výrobkov pre osobnú spotrebu a spotrebu domácností, automobilov a súčiastok a chemikálií; v prípade vychádzajúcich hviezd bol spôsobený zvýšením hodnoty emitentov zo sektorov verejných služieb a technológií.

Ako ukazuje graf 2.4, úverový cyklus zostáva vo fáze oživenia, ktorá je charakteristická postupným zvyšovaním finančnej páky emitentov. Zatiaľ čo podniky sa držia konzervatívnej finančnej politiky zameranej na zachovanie hotovosti, geoeconomické napätie pravdepodobne zaťaží úverové ukazovatele. V najbližších mesiacoch vidíme mierny priestor na rozšírenie rozpätia – o 10 až 15 bázičných bodov v prípade seniorných dlhopisov investičného stupňa a približne 100 bázičných bodov v prípade nefinančných dlhopisov s vysokým výnosom do konca roka. Carry je naďalej atraktívny a ponúka rezervu pre výkonnosť celkového výnosu. Naďalej uprednostňujeme investičný stupeň pred úvermi s vysokým výnosom.

GRAF 2.4: FÁZA OŽIVENIA ÚVEROVÉHO CYKLU HOVORÍ V PROSPECH MIERNE VYŠŠÍCH SPREADOV

EURÓPSKY ÚVEROVÝ CYKLUS VS. IBOMX IG NFI SEN SPREADY



Zdroj: S&P Global, Investment Institute UniCredit

Komodity

Ropa

OPEC+ zaskočil trhy tým, že urýchlil ukončenie dobrovoľného znižovania ťažby, čo sa javí ako snaha o presadenie disciplíny medzi výrobcami, ktorí nedodržiavajú pravidlá, ako napríklad Irak a Kazachstan. Skupina plánuje v 2. štvrtroku 2025 obnoviť dodávky v objeme 960-tisíc kubických metrov denne, z toho 411-tisíc kubických metrov denne v júni, čo prispieva k rastúcim obavám z potenciálneho prebytku ponuky. Zdá sa, že Saudská Arábia, hoci zápasí s fiškálnou záťažou v dôsledku relatívne vysokej hranice rentability, je pripravená znášať krátkodobé straty, aby ochránila svoj podiel na trhu a vyhla sa konfliktom s Washingtonom. Bez výrazného oživenia globálneho rastu, ktorý je naďalej úzko spojený s trajektóriou obchodnej politiky USA, sa zdá byť významné oživenie cien ropy nepravdepodobné, a to aj napriek nedávnemu nárastu cien ropy po zmiernení obchodného napätia medzi USA a Čínou. Našu prognózu ceny ropy na rok 2025 ponechávame na úrovni 65 – 70 USD za barel, pričom riziká sú stále naklonené smerom nadol.

Zemný plyn

Holandské ceny zemného plynu TTF sa od konca apríla, keď dosiahli svoje tohtoročné minimum, zotavujú. Súčasná cena okolo 35 €/MWh sú približne o 10 % vyššie ako tieto minimá. Oživenie cien spôsobili dva hlavné faktory. Po prvé, európske spoločnosti využili nízke ceny na doplnenie vyčerpaných zásob po chladnej zime. Po druhé, oznámenie o zmiernení obchodného napätia medzi USA a Čínou viedlo k pozitívnejšiemu sentimentu v súvislosti s ázijským makroekonomickým vývojom a podnietilo väčší dopyt z Ázie. Očakávame, že toto krátkodobé oživenie cien bude pokračovať, keďže potreba doplnenia zásob v Európe v nasledujúcich mesiacoch zostáva akútna. Na rok 2025 očakávame priemerné ceny na úrovni 40 – 45 €/MWh a domnievame sa, že predchádzajúce nízke ceny odrážali príliš negatívny výhľad globálneho hospodárstva a nedostatočne zohľadňovali pretrvávajúcu potrebu doplniť európske zásoby plynu pred nadchádzajúcou zimou.

Zlato

Zlato sa naďalej drží nad úrovňou 3 000 USD/unca, pričom ho podporuje stále vysoká miera neistoty v súvislosti s Trumpovou obchodnou politikou. V priebehu roka 2024 vzrástlo zlato približne o 27 % a tento drahý kov už v prvých piatich mesiacoch tohto roka dosiahol rovnaký výkon. Nedávno oznámená dohoda medzi USA a Čínou o znížení ciel na 90 dní v rámci rozšírenia obchodných rokovaní však spôsobila pokles cien zlata, ktoré sa pohybujú v pásme 3 200 – 3 300 USD/unca. Napriek najnovšiemu vývoju očakávame, že geopolitická neistota zostane vysoká, čo bude naďalej podporovať zlato ako bezpečné aktívum, hoci sú pravdepodobné ďalšie (technické) neúspechy. Okrem toho by drahý kov mali v strednodobom horizonte podporiť aj ďalšie faktory, ako sú pokračujúce nákupy centrálnych bánk a rastúci maloobchodný dopyt po ETF krytých zlatom. V dôsledku toho očakávame, že zlato bude v tomto roku postupne rásť do pásma 3 400 – 3 500 USD/unca do konca roka 2025 a 3 500 – 3 600 USD/unca do konca roka 2026, pričom riziká sú smerom nahor.

FX

Strednodobý až dlhodobý obraz má pre zelenú bankovku klesajúci trend

Oznámenie nových cieľ prezidentom Trumpom z 2. apríla urýchlilo pokles amerického dolára. Náznaky znižovania obchodného napätia medzi USA a Čínou dočasne stiahli EUR – USD pod kľúčovú hranicu 1,12 po jeho ročnom maxime nad 1,15 z 21. apríla, ale zisky USD sa zvrátili po tom, čo agentúra Moody's znížila úverový rating USA z AAA na AA+, čím sa vyrovnala ostatným hlavným ratingovým agentúram. Vidno to na nasledujúcom grafe, v ktorom je kurz EUR – USD vynesenej oproti dolárovému indexu (DXY) s vylúčením eura z pôvodného koša. Politické vyhlásenia prezidenta Trumpa pravdepodobne spôsobili štrukturálny problém dôveryhodnosti americkej meny. Návrat k rozumnejším politickým vyhláseniam americkej administratívy, absencia recesie v USA (naš súčasný základný scenár) a menšie uvoľňovanie zo strany FED-u, než očakávajú trhy (v tomto roku predpokladáme len jedno zníženie sadzieb), pravdepodobne neposkytnú USD trvalú podporu. Strednodobý až dlhodobý obraz zelenej bankovky by si mal ponechať klesajúcu tendenciu, čo je odrazom ďalšieho poklesu jej dominantného postavenia ako preferovanej svetovej meny (pozri našu časť o zameraní nižšie). Očakáva sa, že to udrží kurz EUR – USD v rastúcom trende smerom k úrovni minimálne 1,14.

GRAF 2.5: EUR – USD STÁLE NAD ÚROVŇOU PRED OZNÁMENÍM AMERICKÝCH CIEĽ



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Poznámka: Index amerického dolára (DXY) bez eura sa vypočíta vylúčením výmenného kurzu EUR – USD z pôvodného indexu DXY a prepočítaním jeho váhy (57,6 %) medzi ostatnými piatimi hlavnými menami zahrnutými do indexu (JPY, GBP, CHF, CAD a SEK).

USD a Treasury – riziká nespokojnosti?

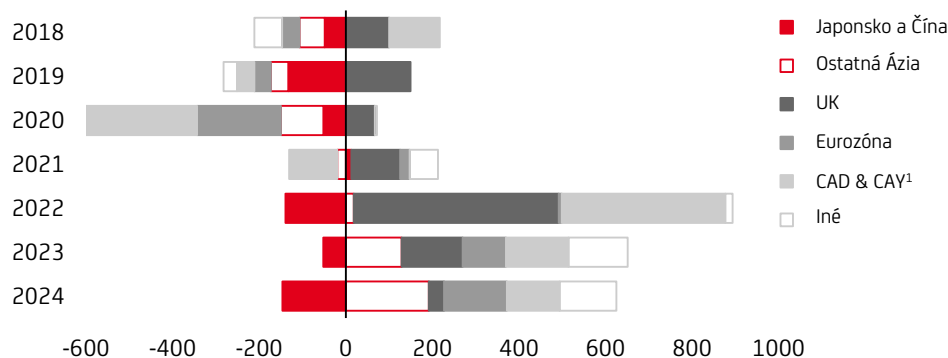
Autori: Francesco Maria Di Bella, Roberto Mialich

Bezpečné aktíva sú likvidné cenné papiere s nízkym rizikom zlyhania, ktoré majú tendenciu zachovať si svoju hodnotu v čase zvýšenej neistoty. Krátkodobé americké štátne dlhopisy (UST) predstavujú vynikajúci príklad, pretože sú veľmi likvidné, kryté vládou USA a ťažia z významu dolára ako kľúčovej svetovej meny v rezervách a transakciách. Colná sága a jej vplyv na trhy nedávno vyvolali pochybnosti o štatúte amerických cenných papierov (a najmä UST) ako bezpečných aktív. Zdá sa, že trhy sú znepokojené najmä nedávnou volatilitou UST (v ideálnom prípade by sa volatilita cien bezpečných aktív mala obmedziť) a nespokojnosťou zahraničných investorov.

Od začiatku apríla boli UST veľmi volatilné, pričom nedosahovali také výkony ako ostatné dlhopisy. Podľa nášho názoru tieto pohyby odrážajú najmä zvýšenú ekonomickú neistotu spôsobenú obchodnou vojnou. Nedávny pokles mier volatility je v tomto ohľade upokojujúci. To, že niektoré politiky Trumpovej administratívy by mohli v budúcnosti vyvíjať tlak na rast výnosov UST (napríklad vyhládka na zníženie daní), podľa nášho názoru nezabráni tomu, aby si UST zachovali svoj status bezpečného prístavu.

Čína a Japonsko, najväčší držiteľia dlhopisov UST, v posledných rokoch znižovali svoje portfóliá. Objavili sa fámy o možnosti, že tieto a ďalšie krajiny by mohli znížiť svoje držby UST ako odvetu za americké clá. Podľa nášho názoru existuje niekoľko dôvodov, prečo sa tieto riziká zdajú byť prehnané: **1.** Zníženie objemu držby UST by mohlo byť spôsobené aj všeobecnou diverzifikáciou rezerv. Vo všeobecnosti bol dopyt po UST zo strany zahraničných predstaviteľov v posledných rokoch mierny, čo sa však vo všeobecnosti prejavilo v stabilných devízových rezervách od roku 2017. **2.** Ako je zvýraznené v grafe 2.6, investori z iných jurisdikcií (najmä zo Spojeného kráľovstva a Kajmanských ostrovov) od roku 2022 zintenzívnili svoje nákupy. Ako sme zdôraznili v našom článku [Prestávka na kávu – Čo nám hovorí zahraničný dopyt po UST](#), súkromní investori nahrádzajú tie verejné. **3.** UST sú historicky menej vystavené zahraničným investorom, keďže podiel UST v držbe zahraničných subjektov je výrazne nižší ako pred desiatimi rokmi (30 % oproti 50 %). Je to výsledok neobmedzeného QE zo strany FED-u a silného dopytu zo strany domácich retailových investorov. **4.** Chýbajú účinné alternatívy. UST sú zďaleka najlikvidnejšie štátne dlhopisy a ich trh je vyspelejší a efektívnejší ako trhy s inými štátnymi dlhopismi, ktoré sa tiež považujú za trhy s obmedzeným rizikom zlyhania. Zlato sa často považuje za alternatívu, ale nespĺňa regulačné požiadavky týkajúce sa bilančných ukazovateľov, je spojené s nákladmi na skladovanie a jeho ponuka je obmedzená.

GRAF 2.6: SLEDOVANIE DOPYTU ZAHRANIČNÝCH INVESTOROV
ČISTÉ NÁKUPY DLHOPISOV S DLHOU SPLATNOSŤOU (MLD. USD)



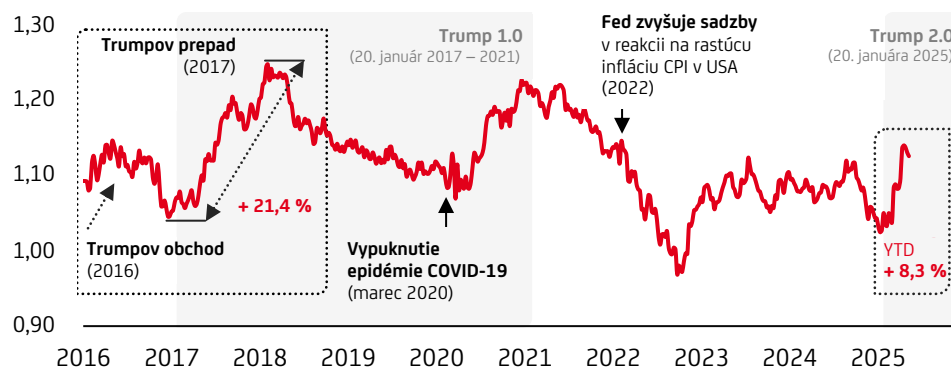
Zdroj: US Treasury, Investment Institute UniCredit

1. „CAD & CAY“ zahŕňa Kanadu, Kajmanské ostrovy, Bermudy a Britské Panenské ostrovy.

Status bezpečného prístavu pre UST závisí aj od významu zelenej bankovky. Za jeho poklesom od marca stojí najmä nespokojnosť s USD. Neschopnosť americkej meny profitovať z priaznivých výnosových spreadov medzi UST a ostatnými štátnymi dlhopismi a z pokusov o oživenie amerických akcií sú jasnými znakmi „dolárového problému“. Posilnenie JPY, CHF a EUR voči USD v tomto roku (6 až 7 %), keďže sú v súčasnosti považované za hlavné bezpečné meny (pozri náš [Krátky pohľad – Čelí USD problému pesa?](#), 23. apríla 2025), je tiež dôkazom klesajúcej príťažlivosti americkej meny. Podobné správanie USD charakterizovalo aj začiatok Trumpovho prvého funkčného obdobia v roku 2017, ako ukazuje graf 1.2. Počiatková eufória (tzv. „Trump trade“) pred prezidentskými voľbami v roku 2016 sa zmenila na „Trumpovu krízu“, keďže mnohé jeho reformy sklamali. Po poklese na 1,0341 začiatkom januára 2017 sa EUR – USD vo februári 2018 dostal nad 1,25 (+ 21,4 %).

GRAF 2.7: TRUMP 2.0 VS. TRUMP 1.0: OPAKUJE SA HISTÓRIA?

EUR – USD



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Obavy z Trumpovej politiky naďalej brzdia americký dolár. Okrem rizika recesie v USA a intenzívnejšieho uvoľňovania zo strany FED-u investorov znepokojuje napätie v americkej administratíve, dôsledky väčšieho rozpočtového deficitu USA a rastúceho dlhu USA, na čo poukázalo nedávne zníženie úverového ratingu USA agentúrou Moody's, ako aj ďalší konflikt medzi Trumpom a FED-om. Napriek tomu je absencia serióznej alternatívy k USD ako svetovej referenčnej mene hlavnou prekážkou jeho skorého zosadenia z trónu. Dominantné postavenie USD ako svetovej referenčnej meny zostáva nespochybniteľné: na konci roka 2024 bol USD držaný v globálnych rezervách (58 %) a používal sa pri medzinárodných dlhoch (64 %), medzinárodných pôžičkách (54 %), obchodných faktúrach (54 %) a medzinárodných platbách (58 %), pričom veľký podiel bilaterálnych obchodov v rámci transakcií na devízovom trhu zahŕňal aj USD (88 % z 200 %). Alternatívy, ako napríklad euro a čínsky jüan, v tomto ohľade naďalej výrazne zaostávajú. Návrat k zlatému štandardu, pri ktorom by zlato nahradilo americký dolár ako rezervnú menu, je tiež nepravdepodobný. Bitcoin je príliš volatilný a nie je krytý oficiálnymi inštitúciami ani fyzickými aktívami, aby sa mohol považovať za alternatívu k americkému doláru. V najbližších rokoch sa očakáva ďalší pokles dominantného postavenia USD, predovšetkým v oblasti devízových rezerv, obchodnej fakturácie a medzinárodných platieb, ale vzhľadom na absenciu jasného konkurenta je jeho zosadenie z pozície preferovanej svetovej meny v blízkej budúcnosti nepravdepodobné.



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	1,5	1,9	2,9	3,2	3,2	-7,3	-7,8	-8,3
Eurozóna	0,8	0,9	1,0	2,4	2,1	1,9	-3,1	-3,4	-3,3
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	-5,3
Taliano	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	1,1	1,1	1,1	2,5	3,1	1,9	-5,7	-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	6,5	6,2	6,3	4,7	4,2	4,1	-7,4	-6,9	-7,2

Zdroj: Investment Institute UniCredit

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

ÚDAJE CENTRÁLNÝCH BÁNK

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

	16. 5. 2025	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,25	2,00	1,75	1,75
3M Euribor	2,10	1,95	1,75	1,75
2Y Schatz	1,86	1,90	1,90	1,80
10-ročný nemecký dlhopis	2,59	2,70	2,70	2,70
2Y EUR swap	2,02	2,05	2,05	1,95
10-ročný EUR swap	2,54	2,70	2,70	2,75
10-ročné rozpätie Bund – swap	-5	0	0	5
2Y BTP	2,09	2,30	2,30	2,20
10Y BTP	3,59	3,90	3,90	3,90
10-ročné rozpätie BTP – Bund	100	120	120	120
USA				
Sadzba Fed	4,50	4,50	4,50	4,25
3M OIS SOFR	4,32	4,40	4,23	4,15
2Y UST	3,97	4,15	4,15	4,00
10Y UST	4,44	4,50	4,50	4,50
10-ročné rozpätie UST – Bund	185	180	180	180

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ TRHY

	16. 5. 2025	2Q25	3Q25	4Q25
EUR – USD	1,12	1,10	1,11	1,12
USD – JPY	145	146	145	143
EUR – JPY	163	161	161	160
GBP – USD	1,33	1,28	1,27	1,26
EUR – GBP	0,84	0,86	0,86	0,86
USD – CNY	7,20	7,32	7,30	7,28
EUR – CNY	8,08	8,05	8,10	8,15

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	16. 5. 2025	Polovica roka 2025	Koniec roka 2025
Ropa			
Brent USD/barel.	63	65	68
Akcie			
Euro STOXX 50	5 437	5 200	5 600
STOXX Europe 600	550	525	565
DAX	23 875	23 000	24 500
MSCI Taliansko	105	100	108
S&P 500	5 917	5 700	6 100
Nasdaq 100	21 336	20 400	22 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	95	125	110
iBoxx Banks Senior	94	130	115
iBoxx High Yield NFI	317	450	420

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

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

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



Vývoj vybraných indexov finančného trhu

Od	16. 5. 2024	16. 5. 2020	14. 5. 2021	16. 5. 2022	16. 5. 2023	16. 5. 2024	16. 5. 2020	1. 1. 2025
Do	16. 5. 2025	16. 5. 2021	16. 5. 2022	16. 5. 2023	16. 5. 2024	16. 5. 2025	16. 5. 2025	16. 5. 2025
INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	13,4	49,8	-6,6	6,4	25,5	13,4	112,5	5,1
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	10,0	48,7	-21,0	0,6	16,1	10,0	50,3	10,2
MSCI USA (v USD)	14,3	50,1	-4,3	4,1	29,9	14,3	123,9	1,9
MSCI Európa (v EUR)	8,1	38,1	2,1	11,3	16,4	8,1	96,5	10,3
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	9,8	42,1	-18,1	4,0	15,9	9,8	53,0	8,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	8,4	39,1	1,0	10,7	16,7	8,4	95,4	10,4
DAX 40 (Nemecko v EUR)	26,8	49,1	-9,4	13,9	17,5	26,8	127,1	19,4
MSCI Taliansko (v EUR)	21,2	49,6	-0,1	20,3	38,1	21,2	201,4	20,9
ATX (Rakúsko, v EUR)	25,7	66,5	-4,9	5,6	23,3	25,7	157,7	23,8
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	6,5	21,4	7,9	1,8	7,8	6,5	51,1	9,3
S&P 500 (USA, v USD)	14,0	48,7	-2,6	4,3	29,4	14,0	124,6	1,8
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-1,1	43,3	-3,7	15,0	31,7	-1,1	107,3	-4,5
CSI 300 (Čína, v juanoch)	10,4	32,9	-21,2	2,9	-5,6	10,4	12,0	-0,7
INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (celkový výnos, v %)								
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	3,9	-6,9	-9,7	-1,5	-2,8	3,9	-16,5	2,5
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	4,0	-5,0	-7,3	-1,6	-0,3	4,0	-10,2	1,9
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	4,9	6,2	-10,9	0,2	5,5	4,9	4,7	1,6
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	1,4	-3,6	-8,8	-9,6	1,7	1,4	-17,9	-0,9
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	3,0	0,3	-8,1	-8,6	3,8	3,0	-9,8	0,1
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	5,2	5,5	-8,4	-4,1	6,4	5,2	3,5	1,0
VÝNOSY DLHOPISOV (zmena v bazických bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	5	102	126	65	81	5	381	-13
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-32	48	183	104	68	-32	377	-20
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-18	-65	216	100	9	-18	247	-5
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	16	41	106	141	9	16	311	22
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	2	3	109	156	-7	2	261	14
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-34	-81	190	168	-50	-34	195	6
SPREADY ŠTÁTNÝCH DLHOPISOV (úverové rozpätia, zmena v bazických bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	4	-129	57	0	-60	4	-127	11
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	8	-442	136	8	-167	8	-462	24
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-9	-86	64	7	-49	-9	-71	-4
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-7	-352	191	-19	-138	-7	-329	19
VÝMENNÉ KURZY EURA (zmena v %)								
Americký dolár (EUR – USD)	3,0	12,3	-14,0	4,4	0,3	3,0	3,7	7,7
Britská libra (EUR – GBP)	-1,8	-2,7	-1,2	2,2	-1,2	-1,8	-5,0	1,6
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-4,5	4,2	-4,3	-7,1	0,8	-4,5	-10,8	-0,3
Japonský jen (EUR – JPY)	-3,1	14,7	1,9	9,5	13,5	-3,1	41,1	0,0
KOMODITY (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	32,1	2,6	-1,9	9,5	19,6	32,1	71,7	20,2
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-8,4	74,5	5,4	-17,1	16,4	-8,4	66,7	2,3
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	33,6	6,2	-1,3	10,3	20,0	33,6	82,2	21,0
Ropa (Brent, v USD za barel)	-21,2	120,1	66,2	-34,4	7,9	-21,2	100,6	-12,4

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 16. máju 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

VEDENIE INŠTITÚTU

Manuela D'Onofrio,
Predsedníčka

Fabio Petti,
Podpredseda

Edoardo Campanella,
Riaditeľ a šéfredaktor

GENERÁTORI NÁPADOV

Tullia Buccová

Alessandro Caviglia,
CIO, Taliansko

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federicová

Eszter Gárgyánová

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Nemecko

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,
CIO, Rakúsko

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestreová

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Vedúci oddelenia
makroekonomických analýz

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemannová

VEDÚCI REDAKTORI

Chiara Silvestreová

Andreas Rees

VÝROBA

Frank Bläser

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Neeová

Axel Schwer

Sandra Schleiterová

Matthew Stevenson

Till Welzel

DIZAJN

Isla Morganová

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvezová

Maik Dornheim

Ivana Milojevičová

Kim Steinsberger

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 predat' 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 reprodukovat' 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 16. máju 2025.