

Kompas 2025



V skratke

Rok 2024 bol historickým volebným rokom, v ktorom volili viac ako dve miliardy ľudí na celom svete. Výsledky boli často prekvapujúce, ale demokracia preukázala pozoruhodnú odolnosť. Až v roku 2025 sa naplno ukáže, aký vplyv tieto volebné zmeny budú mať. Medzi najvýznamnejšie udalosti patrí návrat Donalda Trumpa do Bieleho domu – kľúčový moment, ktorý nepochybne ovplyvní svetovú ekonomiku.

Kompas 2025, ktorý pripravil novovytvorený tím investičnej stratégie skupiny, ponúka komplexný pohľad na naše ekonomické prognózy a ich hlavné finančné dôsledky. Trump 2.0 bude len jedným z mnohých príbehov roku 2025, na ktoré sa bližšie pozrieme.

Očakáva sa, že v budúcom roku narastie geopolitické napätie, zvýši sa protekcionizmus a priemyselná politika sa stane rušivejšou. Toto prostredie však bude predstavovať aj významné príležitosti na pozitívne zmeny. Napríklad Európa môže konečne riešiť svoje existenčné problémy, pretože keď naozaj potrebuje, vždy sa jej podarí vydať sa správnym smerom. Rozdielne sily, ktoré formujú novú globálnu ekonomiku, povedú k rozdielnym modelom domáceho rastu a inflácie na oboch stranách Atlantiku. V dôsledku toho bude uvoľňovanie menovej politiky v USA a eurozóne prebiehať odlišným tempom.

Náš výhľad na rok 2025 sa preto vyznačuje opatrným optimizmom: globálne prostredie charakterizované nižšími úrokovými sadzbami a pozitívnym hospodárskym rastom podporí chuť riskovať, keďže k nástrojom centrálnych bánk sa pridá aj cyklus sprísňovania podmienok, čo v prípade potreby vytvorí priestor na odvážne kroky. To je dobrá správa pre výnosy z akcií a dlhopisov v roku 2025, ale nemusí sa to nevyhnutne prejaviť v úplnej istote pre globálne trhy. Najväčší potenciál v nasledujúcich kvartáloch budú mať pravdepodobne americké akcie, a to aj napriek vysokej koncentrácii trhu a zvýšenému oceneniu, ale príležitosti sa objavujú aj v iných regiónoch. Po dlhosiach bude dopyt pretrvávať vzhľadom na ich stále atraktívny výnos, pričom zníženie sadzieb je v štátnych a podnikových dlhopisoch dobre započítané.

Dúfame, že naše postrehy pre vás budú užitočné, a želáme vám úspešný rok 2025.

Manuela

Manuela D'Onofriová
Veďúca
investičnej stratégie skupiny

Fabio

Fabio Petti
Zástupca veďúcej
investičnej stratégie skupiny

AKÝ SVET? 2

Vitajte vo svete Trumpa 2.0

GLOBÁLNE PRÍBEHY 3

Trump 2.0 zatieni
globálne vyhliadky

PRÍBEHY Z TRHU 13

Zostaňte konštruktívni

ČO AK SA MÝLIME? 23

- Čo ak „os otrasov“ posilní?
- Čo ak Fed zvýši sadzbu?

TOP PRÍBEHY ROKA 2025 26

- Verejný dlh: USA vs. eurozóna
- Elektrické vozidlá v Európe
- Neexistuje žiadna bublina AI

INVESTIČNÉ PRESVEDČENIA 33

Pohľad CIO

TABUĽKY S PREDPOVEĎAMI 38

Aký svet?

Vitajte vo svete Trumpa 2.0

Edoardo Campanella, šéfredaktor, *Kompas 2025*

Každé štyri roky, bezprostredne po prezidentských voľbách v USA, zverejňuje Národná spravodajská rada (NIC) správu o *globálnych trendoch* – odvážnu prognostickú správu, ktorá má nastupujúcej administratíve pomôcť predstaviť si, ako by svet mohol vyzeráť o dve desaťročia. Cieľom správy nie je veštiť z krištáľovej gule, ale identifikovať kľúčové štrukturálne sily, ktoré formujú budúcnosť.

Novozvolený prezident Donald Trump dostane nové vydanie správy pred dňom inaugurácie 20. januára. Správa sa bude zaoberať svetom v roku 2045. V roku 2008, keď sa Barack Obama stal prezidentom, NIC vydala publikáciu *Globálne trendy 2025: Zmenený svet*. Keďže sa rok 2024 blíži ku koncu, myslíme si, že je vhodné zamyslieť sa nad tým, čo NIC predpovedala pred dvadsiatimi rokmi, aby sme získali určitý prehľad o tom, čo nás čaká v roku 2025.

Kľúčovou predikciou bolo, že „medzinárodný systém – ako bol vytvorený po druhej svetovej vojne – bude do roku 2025 takmer nepoznatelný“. Očakávalo sa, že unipolárny poriadok pod vedením USA nahradí multipolárny svet – chaotický, nestabilný a zrelý na konflikty. NIC mala v mnohých ohľadoch pravdu. Pax Americana sa rozpadá. Vznikajú nové mocenské centrá, narastajú vojenské konflikty a svet sa geopoliticky rozdeľuje. Zdá sa, že hrozí druhá studená vojna.

Prvé funkčné obdobie D. Trumpa spustilo niektoré štrukturálne trendy, ktoré NIC identifikovala takmer pred desiatimi rokmi. Odvrátil sa od globálneho liberálneho poriadku a prijal izolacionizmus a protekcionizmus. **Trump 1.0** bol v konečnom dôsledku prezidentom rozvratu a diskontinuity. **Trump 2.0** bude nepochybne formovať rok 2025, ale tentoraz sa očakáva, že pán Trump bude prezidentom kontinuity. Či sa nám to páči, alebo nie, už teraz žijeme v trumpovskom svete, ktorý charakterizuje bezuzdný protekcionizmus, rozsiahla priemyselná politika a rastúce geopolitické napätie.

Počas svojho druhého funkčného obdobia pán Trump pravdepodobne urýchli niektoré z týchto dynamík prostredníctvom otvoreného transakcionalizmu a unilateralizmu. V porovnaní s jeho prvým funkčným obdobím by však mohol byť aj prezidentom zdržanlivým – aspoň v to dúfame. Dnešný svet je oveľa nebezpečnejší ako v roku 2016. S dvoma prebiehajúcimi veľkými konfliktmi na Ukrajine a Blízkom východe a čoraz napätejšími vzťahmi s Čínou je menej priestoru na nesprávne odhady.

Trump 2.0 bude pravdepodobne menej inflačným prezidentom, než sa mnohí obávajú. Berte jeho volebné vyhlásenia vážne, ale nie doslovne. Pán Trump sa zameriava skôr na rok 2026 (voľby v polovici volebného obdobia), než na rok 2028

Trump 2.0 bude pravdepodobne menej inflačným prezidentom, než sa mnohí obávajú.

(prezidentské voľby). Ak prijme príliš inflačné politiky, pravdepodobne za to v roku 2026 zaplatí stratou Kongresu. Po tom, čo v prvých mesiacoch svojho prezidentovania prijal niekoľko symbolických rozhodnutí týkajúcich sa cielených ciel, prisťahovalectva a daní, aby splnil predvolebné sľuby, sa pravdepodobne pokúsi presunúť pozornosť od hospodárskych sľubov k otázkam identity.

Vzhľadom na neistotu a riziká spojené s ekonomickým programom D. Trumpa bude Fed pravdepodobne opatrnejší, ako by bol v prípade víťazstva Kamaly Harrisovej. Pravdepodobne využije prvú polovicu budúceho roka na zníženie sadzieb smerom k 4 %, keď ešte nebude viditeľný vplyv politiky D. Trumpa. Hoci ECB a BoE budú pravdepodobne pokračovať smerom k neutrálnej zóne, menej optimistický Fed by ich mohol prinútiť k väčšej váhavosti.

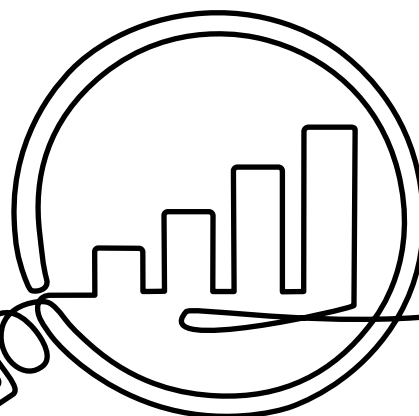
Rovnako ako centrálné banky, aj zvyšok sveta sa bude musieť prispôbiť zmenám a šokom, ktoré vyvolal návrat D. Trumpa do Bielého domu. EÚ bude v roku 2025 stáť pred rozhodujúcou voľbou: či sa stane skutočnou geopolitickou veľmocou so súdržnou priemyselnou a obrannou stratégiou, alebo bude naďalej plávať vo svete súperiacich blokov a čoraz menej angažovaných USA. V roku 2008 NIC považovala druhý scenár za pravdepodobnejší. Ďalšou veľkou výzvou pre Európu bude dodržať svoje záväzky v oblasti zmeny klímy napriek pravdepodobnému neúspechu, ktorý v tejto oblasti spôsobí nastupujúca Trumpova administratíva.

Podobne aj Čína sa bude musieť rozhodnúť, či zmení svoj model rastu z vývozu a investícií na súkromnú spotrebu. S pánom Trumpom v Bielom dome bude svet ešte menej ochotný absorbovať nadmernú kapacitu Číny, najmä pokiaľ ide o elektrické vozidlá, solárne panely a batérie, čo by mohlo viesť k intenzívnemu súčasnému obchodného napätia.

V správe NIC z roku 2008 sa umelá inteligencia (AI) takmer nespomína. V tom čase bola ešte len začínajúcou technológiou. V roku 2025 bude umelá inteligencia naďalej určovať smerovanie akciových trhov, čo môže viesť k trhovému napätiu v dôsledku vysokej koncentrácie technologických akcií. Vzhľadom na kľúčový význam čipov pre vývoj umelej inteligencie by mohol byť nejednoznačný postoj pána Trumpa k obrane postavenia Taiwanu ďalším zdrojom volatility pre technologické akcie.

Vo svojej správe z roku 2008 NIC opomenula revolúciu v oblasti bridlicovej ropy v USA, ktorá mala o päť rokov neskôr zmeniť trh s ropou. V správe sa uvádza, že do roku 2025 svet vstúpi do postropeho hospodárstva, keďže sa neočakáva, že ponuka bude držať krok s dopytom. V skutočnosti sa trh s ropou aj napriek rastúcemu dopytu borí s problémom nadmernej ponuky, ktorý by mohla ešte zhoršiť podpora ropného priemyslu v USA zo strany D. Trumpa. Globálny posun smerom k elektrifikácii však spôsobuje, že svetové hospodárstvo je menej náročné na ropu a relatívne viac náročné na kovy. Ak dôjde k eskalácii obchodného napätia medzi USA a Čínou (ktorá kontroluje veľké dodávky kľúčových kovov), v roku 2025 môžeme byť svedkami nového typu energetického šoku, ktorý sa bude sústreďovať skôr na kovy ako na ropu.

Čo NIC v roku 2008 nepredpokladala, bola polarizácia politiky USA. Tento trend bude pravdepodobne trvať aj po roku 2025.



EDITOR

Marco Valli

AUTORI

Tullia Buccová

Edoardo Campanella

Gokce Celik

Loredana Federicová

Roberto Mialich

Andreas Rees

Chiara Silvestre Marco Valliová

Daniel Vernazza

Trump 2.0 zatieni globálne vyhliadky

Globálny rast zostáva na nízkej úrovni s obmedzenými vyhliadkami na zlepšenie v najbližšom období, zatiaľ čo výsledok prezidentských volieb v USA znásobuje už aj tak vysokú geopolitickú neistotu.

Hoci predpokladáme, že sa zrealizujú len niektoré časti programu novozvoleného prezidenta USA Donalda Trumpa, nové clá pravdepodobne zaťažia globálnu výrobu, pretože oslabia obchod, ovplyvnia náladu a zhoršia výhľad kapitálových výdavkov. Je nepravdepodobné, že Čína zostane pasívna voči zavedeniu amerických ciel a v kontexte rastúceho obchodného napätia bude eurozóna čeliť nepriaznivým vplyvom vzhľadom na svoj veľký výrobný sektor. Clá, rastúce napätie medzi USA a Čínou a zvýšená geoekonomická fragmentácia tiež pravdepodobne spôsobia odklon obchodu od USA a narušia hladký chod globálnych dodávateľských reťazcov. **Svetový obchod**, ktorý v tomto roku zaznamenal neisté oživenie, pravdepodobne v roku 2025 nezaznamená ďalší pokrok.

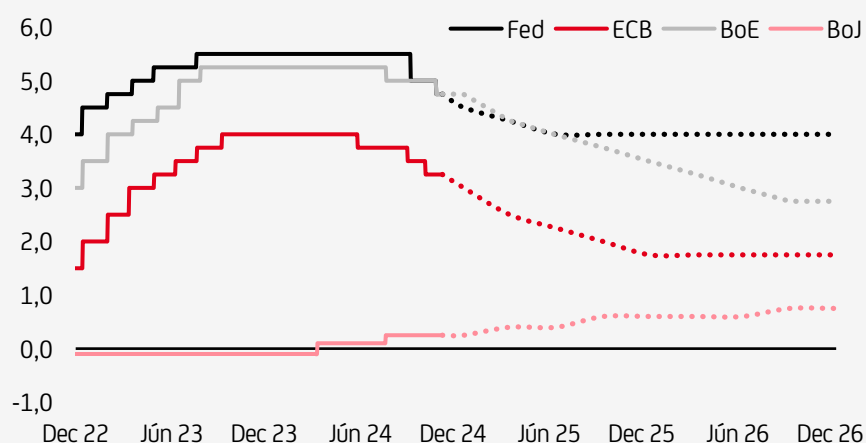
V tomto kontexte rastúcich obchodných bariér je nepravdepodobné, že by mierne vyšší ako potenciálny rast v USA, podporovaný ešte expanzívnejšou fiškálnou politikou, priniesol zvyšku sveta veľký úžitok. Situáciu v eurozóne bude ďalej komplikovať prebiehajúci proces fiškálnej konsolidácie a absencia jasného strategického smerovania v oblasti priemyslu na kontinentálnej úrovni. V Číne budú stimulačné opatrenia pravdepodobne stačiť na zachovanie finančnej stability a zmiernenie rizika priamej deflácie, ale je nepravdepodobné, že by významne podporili súkromnú spotrebu a odklonili krajinu od trajektórie štrukturálne slabšieho rastu. Celkovo možno konštatovať, že napriek slabému vývoju vo výrobnom sektore sa rast **globálneho HDP** vďaka sektoru služieb pravdepodobne stabilizuje na úrovni tesne nad 3 %.

Trumpovo prezidentstvo by mohlo mať významné dôsledky aj na vojnu na Ukrajine a vyhladky na Blízkom východe.

- Najpravdepodobnejším scenárom sú **územné straty** Ukrajiny a jej vychýlenie smerom k Európe, hoci dohoda o ukončení vojny sa pravdepodobne čoskoro nedosiahne.
- Na Blízkom východe sa pravdepodobne zvýšilo riziko **eskalácie napätia** medzi Izraelom a Iránom. Pri súčasnej úrovni ťažby vďaka vrtom v USA bude trh s ropou v budúcom roku pravdepodobne nadmerne zásobený, čo pomôže obmedziť rizikovú prirážku a pravdepodobne prinúti OPEC+ v roku 2025 opäť predĺžiť obmedzenie ťažby. Očakávame, že cena ropy Brent sa bude v horizonte prognózy pohybovať v rozmedzí 75 – 80 USD za barel, ak nedôjde k žiadnemu výraznému šoku.

Ak nedôjde k výraznému energetickému šoku, **inflácia** vo vyspelých krajinách sa bude pravdepodobne naďalej približovať k cieľom centrálnych bánk a vo všeobecnosti očakávame ďalší pokrok, keďže inflácia cien služieb sa spomaľuje v prostredí slabnúcich mzdových tlakov, zatiaľ čo jadrová inflácia cien tovarov zostáva nízka. USA sa však tomuto trendu pravdepodobne vyhnú. V súčasnosti očakávame, že inflácia v USA sa v dôsledku obchodnej, fiškálnej a imigračnej politiky Trumpovej administratívy mierne zvýši, hoci načasovanie a rozsah politických zmien zostávajú veľmi neisté. To pravdepodobne povedie k rozdielom v menovej politike medzi USA a eurozónou, pričom sa očakáva, že Fed zastaví znižovanie sadzieb, kým sú úrokové sadzby v reštriktívnom pásme a ECB bude pravdepodobne nútená znížiť sadzby mierne pod neutrálnu úroveň. BoJ bude mať, naopak, väčší priestor na postupné sprísňovanie svojej menovej politiky.

GRAF 2.1: VO VÄČŠINE JURISDIKCIÍ BUDE POKRAČOVAŤ UVOĽŇOVANIE MENOVEJ POLITIKY, ÚROKOVÉ SADZBY, %



Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: dec 2022 – dec 2026

Fed zostane v reštriktívnom pásme, ECB sa dostane pod neutrálnu úroveň

V súčasnosti prevládajú **riziká zhoršenia** našich prognóz rastu, predovšetkým preto, že sme predpokladali čiastočné a postupné zavádzanie amerických cieľ a absenciu eskalácie napätia na Blízkom východe. Ak sa mýlime pri clách, výsledné účinky na obchod, dôveru, kapitálové výdavky a trhy práce by boli podstatne väčšie, než sa v súčasnosti predpokladá. Ak by sa napätie na Blízkom východe zvýšilo, ceny ropy by prudko vzrástli, pravdepodobne až nad 100 USD za barel, najmä ak by došlo k nepokojom v Hormuzskom prielive. Takýto šok by eurozónu zasiahol oveľa viac ako USA a vyvolal by ďalšiu divergenciu medzi oboma ekonomikami.

1

UVOĽNENEJŠIA FIŠKÁLNA POLITIKA V USA NA UDRŽANIE RASTU PREKONÁVAJÚCEHO TREND

2

POMALÝ HOSPODÁRSKY RAST V EUROZÓNE

3

PROBLÉMY ČÍNY BUDÚ POKRAČOVAŤ

4

HOSPODÁRSKY RAST VO VEĽKEJ BRITÁNII SA MIERNE ZRÝCHLI

5

MENOVÁ POLITIKA BOJ BUDE NAĎALEJ DIVERGENTNÁ

6

POKRAČUJÚCI RAST CEE V PODMIENKACH FIŠKÁLNEJ KONSOLIDÁCIE A VONKAJŠÍCH PREKÁŽOK



UVOĽNENEJŠIA FÍŠKÁLNA POLITIKA V USA NA UDRŽANIE RASTU PREKONÁVAJÚCEHO TREND

Vzhľadom na to, že v Bielom dome sídli pán Trump a republikáni ovládajú obe komory Kongresu, očakávame, že čistý účinok zníženia daní, uvoľnenia regulácie, vyšších cieľ a prísnejšieho prístahovalectva povedie v nasledujúcich dvoch rokoch k rastu mierne nad trendom (2,1 % v roku 2025 a 2,3 % v roku 2026). Veľa však bude závisieť od načasovania, rozsahu a podstaty politických zmien, ktoré sú veľmi neisté.

V najbližšom období by malo mať hospodárstvo slušnú dynamiku. Reálny HDP rástol v 2. a 3. štvrtroku 2024 medziročným tempom približne 3 %. Silná **osobná spotreba** však bola čiastočne spôsobená poklesom miery úspor, zatiaľ čo trh práce sa ochladil. Ten sa bude na prelome rokov pravdepodobne naďalej postupne ochladzovať a naďalej existuje riziko, že rast spotreby by sa mohol prudšie posunúť smerom nadol a odrážať pomalší rast príjmov.

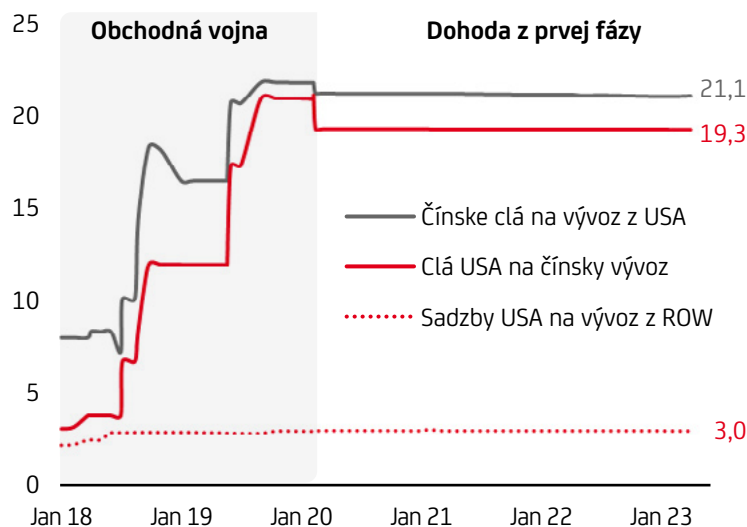
Výhľad USA bude v najbližšom období ovplyvňovať politika pána Trumpa. Usudzujeme, že vplyvy uvoľnenejšej fiškálnej politiky (v hodnote približne 1,5 – 2 % HDP, zahŕňajúce najmä zníženie daní) a zníženia regulácie na rast HDP by vykompenzovali vplyvy vyšších cieľ a prísnejšieho prístahovalectva (vrátane očakávanej deportácie niektorých neoprávnených prístahovalcov). Predpokladá sa čiastočná realizácia **volebných sľubov** D. Trumpa v oblasti cieľ a masovej deportácie, čo znamená, že v prípade úplnej realizácie Trumpovho programu budú riziká pre rast HDP vychýlené smerom nadol. Zavádzanie cieľ sa môže začať na jar 2025, pričom na jeseň bude nasledovať fiškálny balík.

Predpokladá sa uvoľnenie fiškálnej politiky o 1,5 až 2 % HDP a predĺženie platnosti zníženia daní fyzických osôb zahrnutého v **zákone o znížení daní a vytvorení pracovných miest z roku 2017** (TCJA) v plnom rozsahu, ktoré by inak vypršalo na konci roka 2025. Takéto predĺženie by priamo nezvýšilo HDP, pretože v prípade nepredĺženia by pôsobilo ako značná brzda. Ak by bol horizont našej prognózy dlhší ako dva roky, očakávali by sme spomalenie rastu pod úroveň trendu, keďže dočasný stimul z uvoľnenej fiškálnej politiky vyprchá a zmení sa na brzdú spolu s oneskorenými účinkami reštriktívnej menovej politiky na ekonomiku.

Vyššie sadzby, prísnejšia migrácia a rast mierne nad úrovňou trendu (keď ekonomika vychádza v podstate z nulových nevyužitých kapacít) budú pravdepodobne vytvárať tlak na rast spotrebiteľských cien, v dôsledku čoho bude **inflácia v budúcom roku nad cieľovou úrovňou 2,3 %** a v roku 2026 na úrovni 2,5 %. **Fed** to bude musieť reflektovať po tom, ako na decembrovom zasadnutí zníži sadzby o 25 bb. Keďže bude trvať niekoľko mesiacov, kým sa politika D. Trumpa ukáže, zavedie do praxe a prejaví v ekonomike, myslíme si, že Fed bude v 1. polroku 2025 naďalej znižovať sadzby, ale pravdepodobne pomalším tempom – 25 základných bodov za štvrtrok. Fed pravdepodobne vstúpi do **vyčkávacieho** obdobia po polovici roka 2025, keďže vyhliadky na infláciu nad cieľovou úrovňou a rast mierne nad trendom by si vyžadovali vyššiu trajektóriu sadzieb ako v opačnom prípade. Cieľová sadzba federálnych fondov by sa tak do roku 2026 pohybovala v rozmedzí 3,75 – 4,00 %, čo je o niečo vyššie ako očakávaná cieľová úroveň dlhodobej neutrálnej sadzby (blízko alebo mierne nad 3 %). Očakávame, že kvantitatívne sprísňovanie (QT) sa zastaví na jar 2025, ale presné načasovanie tohto kroku bude závisieť od vývoja sadzieb na peňažnom trhu a iných ukazovateľov likvidity (na posúdenie, kedy už rezervy nie sú nadbytočné, ale dostatočné).

GRAF 2.2: PRIPRAVUJÚ SA NOVÉ CLÁ

COLNÉ SADZBY MEDZI USA A ČÍNOU NAVZÁJOM A VOČI ZVÝŠKU SVETA, %



Zdroj: PIIE, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 2018 – 2023

Zavádzanie cieľ sa môže začať na jar 2025, pričom na jeseň bude nasledovať fiškálny balík. Prepisovanie regulačných pravidiel bude prebiehať pomaly

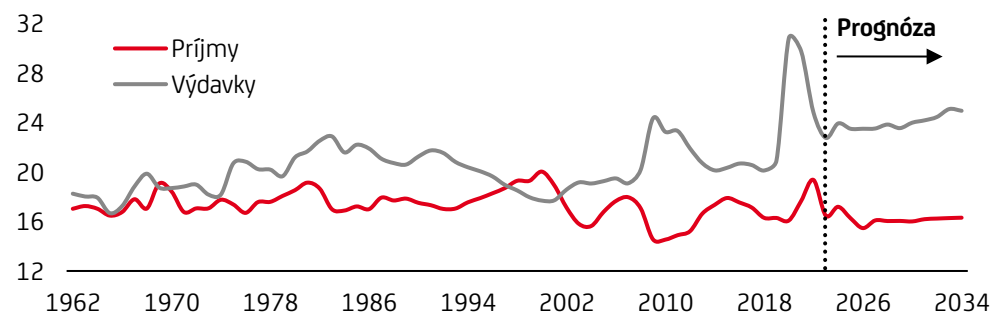


Pozrite si náš príbeh Top 2025
Verejný dlh:
USA vs. eurozóna



GRAF 2.3: PREHLBUJÚCI SA ROZPOČTOVÝ DEFICIT USA

PRÍJMY A VÝDAVKY FEDERÁLNEJ VLÁDY, % HDP



Poznámka: Prognóza výdavkov pochádza od Rozpočtového úradu Kongresu (CBO). Prognóza príjmov je prognóza UniCredit založená na prognóze CBO + úplné predĺženie TCJA + dodatočné zníženie daní s nákladmi 1,5 % HDP

Zdroj: CBO, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 1962 – 2034

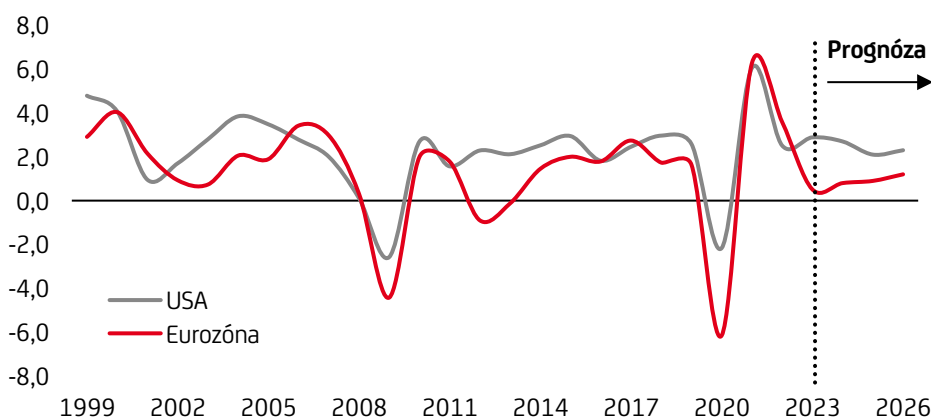
2

POMALÝ HOSPODÁRSKY RAST V EUROZÓNE

Eurozóna pravdepodobne zostane uväznená v prostredí nízkeho rastu a bude naďalej výrazne zaostávať za USA, pokiaľ ide o hospodársku aktivitu, čiastočne v dôsledku politiky D. Trumpa. Predpokladáme, že HDP eurozóny sa v roku 2025 zvýši o 0,9 %, čo je len mierne nad rastom 0,8 % očakávaným v tomto roku, pričom Nemecko, Francúzsko a Taliansko by mali rásť o niečo menej ako eurozóna ako celok. V roku 2026 oživenie pravdepodobne získa určitú dynamiku, pričom aktivita v eurozóne by mala rásť tempom, ktoré je približne v súlade s potenciálom.

GRAF 2.4: VEĽKÝ ROZDIEL V RASTE MEDZI USA A EUROZÓNOU

ROČNÝ RAST HDP, %



Zdroj: Eurostat, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 1999 – 2026

Aktivitu podporujú dva hlavné faktory.

1. Mierne zrýchlenie súkromnej spotreby v dôsledku návratu reálnych miezd na úroveň pred pandémie. Zvýšená hospodárska neistota a oslabenie trhu práce však pravdepodobne zabráni výraznému poklesu miery úspor z jej súčasnej vysokej úrovne.
2. Normalizácia menovej politiky by mala podporiť stavebný sektor a priniesť úľavu pre kapitálové výdavky v čase zníženej viditeľnosti výhľadu zahraničného dopytu.

V **Nemecku**, kde ceny nehnuteľností od začiatku zvyšovania sadzieb ECB klesli o viac ako 10 %, napovedá uvoľnenejšia menová politika, ale aj silný dopyt po obytnej ploche v dôsledku rastúceho počtu obyvateľov o obrate v sektore bývania.

Taliansko pravdepodobne ukončí zlepšujúci sa trend v oblasti investícií do bývania, keďže sa obmedzia veľkorysé stimuly týkajúce sa obnovy budov. Podľa nášho názoru je jednou z neznámych v súvislosti s výhliadkami rastu Talianska to, aký rýchly a intenzívny bude tento účinok. Krajina má však naďalej dobré predpoklady na to, aby profitovala z realizácie Národného plánu obnovy a odolnosti (NRRP). Zatiaľ čo sa



doteraz vyčerpalo len 30 % zo zdrojov nástroja Next. Generation EÚ (NGEU), ktoré boli Taliansku pridelené, sme presvedčení, že výdavky sa v nasledujúcich štvrtrokoch zrýchlia, keďže väčšina investičných projektov sa už začala. Rastový impulz sa preto pravdepodobne výrazne zvýši, najmä v budúcom roku.

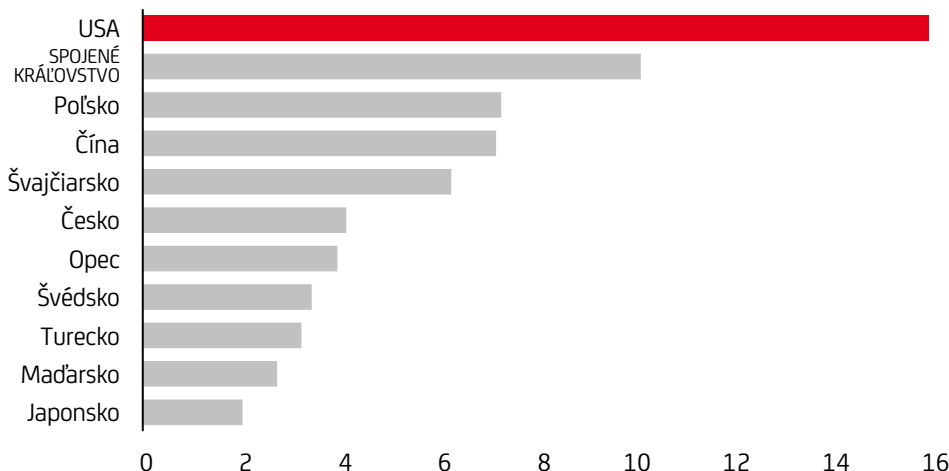
Zahraničný obchod eurozóny sa pravdepodobne zmení z podpory rastu na brzdu, a to najmä v dôsledku očakávaných vyšších ciel v USA, ktoré sú jej hlavným vývozným trhom a na ktoré pripadá takmer 16 % celkového obchodu s tovarom mimo eurozóny. Počas druhej Trumpovej administratívy a ak vezmeme do úvahy extrémny scenár založený na Trumpových predvolebných sľuboch, by sa clá na dovoz z EÚ do USA mohli zvýšiť na 10 % zo súčasných priemerných 3 %. Spomedzi najväčších krajín eurozóny bude rizikám vyplývajúcim z vyšších ciel pravdepodobne najviac vystavené Nemecko, keďže množstvo tovaru, ktoré vyváža do USA, predstavuje takmer 4 % HDP krajiny, po ktorom nasleduje Taliansko (3,2 %) a Francúzsko (1,6 %).

Zahraničný obchod v eurozóne sa pravdepodobne zmení z podpory rastu na brzdu



GRAF 2.5: USA SÚ HLAVNÝM VÝVOZNÝM TRHOM EUROZÓNY

VÝVOZ EUROZÓNY DO KRAJÍN HLAVNÝCH OBCHODNÝCH PARTNEROV, % VÝVOZU MIMO EUROZÓNY, TOVAR



Zdroj: Eurostat, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 2023



**Pozrite si náš
príbeh Top 2025**
Elektrické vozidlá
v Európe

Automobilový sektor, ktorý je pravdepodobným terčom protekcionistických opatrení v USA, bude pravdepodobne naďalej pod tlakom vzhľadom na vysokú neistotu, silnú čínsku konkurenciu a štrukturálne problémy, ktorým čelia nemecké automobilové spoločnosti.

Fiškálna politika (bez NGEU) bude pravdepodobne reštriktívna v rozsahu 0,3 – 0,5 % HDP, a to pravdepodobne najmä v dôsledku sprísnenia politiky vo **Francúzsku**. Divokou kartou je možnosť expanzívnejšej fiškálnej politiky v Nemecku po februárových predčasných voľbách. Zdá sa, že CDU/CSU, ktorá jasne vedie v prieskumoch verejnej mienky s podielom hlasov viac ako 30 %, je stále naklonená zachovaniu dlhovej brzdy. Vzhľadom na rastúcu

pravdepodobnosť, že Trump bude vyvíjať tlak na **Nemecko**, aby zvýšilo vojenské výdavky, a na potrebu modernizácie nemeckej infraštruktúry by však kompromisom po voľbách mohlo byť zmiernenie dlhovej brzdy alebo zavedenie tieňového rozpočtu na financovanie výdavkov na obranu, transformáciu energetiky atď. Na to by však bola potrebná dvojtretinová väčšina v Spolkovom sneme aj v Spolkovej rade. Expanzívnejšia fiškálna politika v Nemecku by bola dobrou správou pre krajinu a Európu, ak by zvýšila pravdepodobnosť, že sa v čase, keď politické vyhliadky zostávajú plné neistoty, vyvinie spoločné úsilie o zvýšenie investícií do kritických oblastí, ako je obrana a transformácia dvojíčiiek. Francúzsko je tu v centre pozornosti. Jedným z hlavných rizík, ktorým čelí, je scenár, podľa ktorého bude francúzsky parlament v júni budúceho roka (teda najskôr, ako sa to môže stať) opäť rozpustený, čím sa zvýši politická nestabilita a vznikne tlak na prezidenta Emmanuela Macrona, aby odstúpil. V obave z víťazstva krajne pravicovej líderky Marine Le Penovej v nasledujúcich prezidentských voľbách by trhy mohli byť čoraz nervóznejšie a tlak na zníženie úverového ratingu štátu by sa mohol zintenzívniť. Za týchto okolností by sa rating Francúzska mohol znížiť na úroveň A.



Po výraznom **hromadení pracovných síl** v posledných dvoch rokoch sa nábor nových zamestnancov pravdepodobne oslabí, keďže firmy v eurozóne zaznamenali po období rozmachu po pandémie spomalenie rastu zisku. To zvýši riziká poklesu na trhu práce, hoci pokles je nepravdepodobný, keďže sa zdá, že spoločnosti sa v súvislosti s nepriaznivým demografickým vývojom zdráhajú prepúšťať zamestnancov viac ako v predchádzajúcich cykloch.

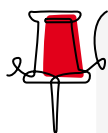
GRAF 2.6: VÝRAZNÉ HROMADENIE PRACOVNEJ SÍLY V PRIEMYSELE
PRIEMYSEL (4. štvrťrok 2019 – 2. štvrťrok 2024, ZMENA V %)



Zdroj: Eurostat, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 4Q19 – 2Q24

Dezinflácia v eurozóne je na dobrej ceste a celková inflácia sa v priebehu roka 2025 pravdepodobne ustáli na úrovni 2-percentného cieľa ECB alebo mierne pod ním. Inflácia cien služieb sa už rok pohybuje okolo 4 %, ale črtá sa jej spomalenie. Podľa našich prognóz budú ceny služieb hnacou silou poslednej fázy spomalenia rastu základných cien, keďže rast miezd sa v budúcom roku výraznejšie zmierni. Podniky v eurozóne majú vo všeobecnosti slabšiu cenovú silu a sú nútené absorbovať väčšiu časť nákladov na pracovnú silu do svojich ziskových marží. Predstihové ukazovatele naznačujú, že dezinflačné impulzy vyplývajúce z cien tovarov a potravín slabnú, hoci tlak pravdepodobne zostane slabý aj v budúcom roku.

Rastúce riziká ohrozujúce výhľad zamestnanosti a rýchla dezinflácia spôsobujú, že **ECB** pravdepodobne čoskoro upustí od svojej reštriktívnej menovej politiky. Očakávame znižovanie o 25 bázických bodov na zasadnutiach po sebe nasledujúcich až do marca, keď depozitná sadzba pravdepodobne dosiahne 2,50 %, čo je úroveň, ktorú väčšina členov Rady guvernérov (RG) zrejme považuje za celkovo neutrálnu. Tempo uvoľňovania by sa potom mohlo spomaliť a vrátiť sa k štvrťročnému tempu znižovania. Vzhľadom na naše očakávania, že americké clá budú v priebehu budúceho roka vplývať na hospodársku aktivitu eurozóny a že inflácia sa bude pohybovať okolo 2-percentného cieľa ECB, sme k našej projekcii uvoľňovania pridali posledné zníženie o 25 bázických bodov, pričom depozitná sadzba teraz dosiahne **konečnú úroveň 1,75 %** v decembri 2025. Podľa nášho názoru by to bolo mierne pod neutrálnou úrovňou základnej úrokovej sadzby. Vo všeobecnosti bude musieť ECB pri riešení vedľajších účinkov výsledku volieb v USA kalibrovať svoju politickú reakciu na základe vývoja finančných podmienok v eurozóne. V tomto ohľade budú pri formovaní myslenia RG zohrávať mimoriadne dôležitú úlohu dva faktory: euro a dlhý koniec výnosových kriviek v eurozóne. Ak by euro výrazne oslabilo, ECB by mala menší priestor na zníženie sadzieb pod neutrálnu úroveň, zatiaľ čo tlak na rast dlhodobých výnosov vyvolaný možným výpredajom amerických dlhopisov by hovoril v prospech rýchlejšieho a výraznejšieho znižovania sadzieb ECB. Domnievame sa, že úrokové sadzby zostanú v roku 2026 nezmenené, keďže inflácia sa bude pravdepodobne pohybovať okolo 2 %, ak nedôjde k výraznému šoku v cenách komodít.



ČAS PRIJAŤ VÝZVU

Bývalý taliansky premiér **Mario Draghi** vo svojej nedávnej správe o konkurencieschopnosti Európy varoval, že bez zmeny myslenia hrozí EÚ „pomalá agónia“. Druhá Trumpova administratíva by mohla Európu podnietiť k tomu, aby začala riešiť niektoré svoje pretrvávajúce štrukturálne problémy, od nedostatku inovácií a cezhraničnej infraštruktúry až po neúplný jednotný trh a nevhodnú štruktúru riadenia. Zdá sa však, že kontinentálny politický kontext takejto zmeny príliš nepraje, keďže strategické priority jednotlivých členských štátov EÚ sa líšia a euroskeptické sily získavajú na sile. Trump 2.0 by mohol túto dynamiku ešte zhoršiť, ďalej rozdeliť EÚ a posilniť neliberálne demokracie vo východnej Európe. Okrem toho, ak Európa už nebude môcť pod Trumpovým vedením považovať za samozrejmosť bezpečnostný dáždnik USA, potom budú vlády jednotlivých štátov čeliť zložitému kompromisu, pokiaľ ide o vyčlenenie časti štátnych rozpočtov na obranu alebo na sociálne programy. Od konca studenej vojny sa výrazne zvýšili vládne výdavky na sociálne programy, zatiaľ čo výdavky na obranu zostali približne rovnaké. Zvrátiť tento trend bude politicky nákladné.



PROBLÉMY ČÍNY BUDÚ POKRAČOVAŤ

V roku 2025 sa pravdepodobne zintenzívni obchodné napätie medzi Čínou a USA. Počas predvolebnej kampane Trump zopakoval svoj zámer zaviesť 60 % clo na všetok dovoz z Číny do USA a dokonca prisľúbil, že ak sa Peking pokúsi podkopať medzinárodnú úlohu USD, zavedie 100 % clo. S cieľom obmedziť domáce inflačné tlaky pred voľbami v polovici volebného obdobia sa Trump pravdepodobne obmedzí na **cielené opatrenia** vo vybraných odvetviach, prinajmenšom v prvých mesiacoch svojho prezidentovania.

To mu umožní zachovať si domácu politickú podporu a vytvoriť si páky na prípadné ďalšie rokovania s Čínou. Z tohto dôvodu budú dôsledky pre rast Číny pravdepodobne obmedzené. Od prvého prezidentského obdobia D. Trumpa sa USA vo všeobecnosti postupne stali menej dôležitou exportnou destináciou pre Čínu, pričom čínsky vývoz do USA klesol z približne 18 % na približne 14,3 %. Okrem toho **PBoC** pravdepodobne podporí čínsky vývozný sektor tým, že nechá CNY znehodnotiť – aj vďaka tlmeným domácim inflačným tlakom. Aj bez eskalácie obchodného napätia a s cieľom kompenzovať anemický domáci dopyt očakávame, že kurz USD – CNY sa v budúcom roku posunie k úrovni 7,30 – 7,35. Ak USA zavedú 60 % clá a ak sa Peking rozhodne prudko znehodnotiť svoju vlastnú menu, aby kompenzoval vplyv týchto ciel, kurz USD – CNY bude pravdepodobne rásť ďalej, zrejme aj výrazne nad úroveň 7,40, v závislosti od toho, na koľko sektorov sa Trumpova administratíva zameria. Čína však pravdepodobne nezostane pasívna. Rovnako ako počas prvého Trumpovho prezidentovania zrejme prijme odvetné opatrenia a výskum ukázal, že pravdepodobne prijme politicky cielené opatrenia. V roku 2018 boli čínske **odvetné clá** starostlivo vybrané tak, aby sa zamerali na tovar vyrábaný v okresoch, v ktorých majú republikáni tradične silnú podporu. Jedným z jasných príkladov sú poľnohospodárske produkty, ako napríklad soja, kde Čína zredukovala svoje styky s USA a zároveň zvýšila svoju závislosť od Brazílie.

Čínsky vývoz do USA
ako % z celkového vývozu

14,3 %

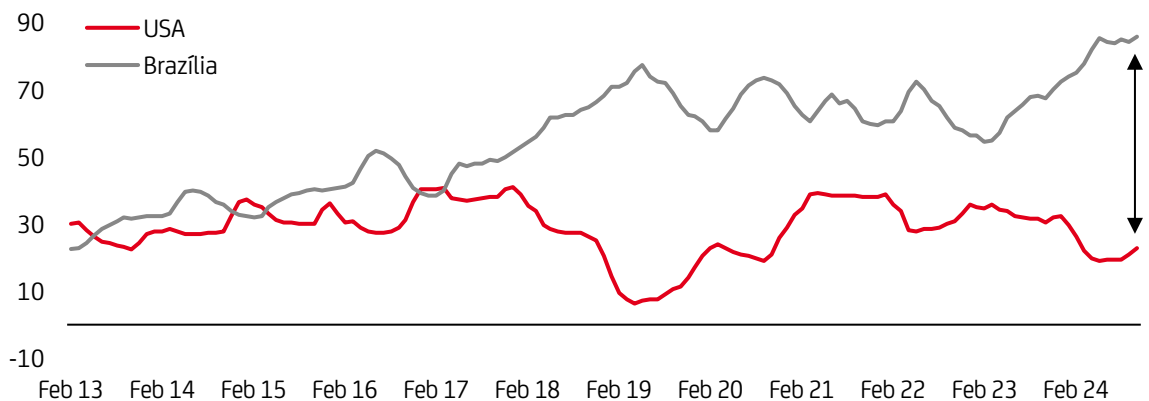
2024

18,2 %

2017

GRAF 2.7: CLÁ VEDÚ K PRESMEROVANIU OBCHODU

ČÍNSKE IMPORTY SÓJE (MIL. TON, 12 MIL. KUMULOVANÝCH)

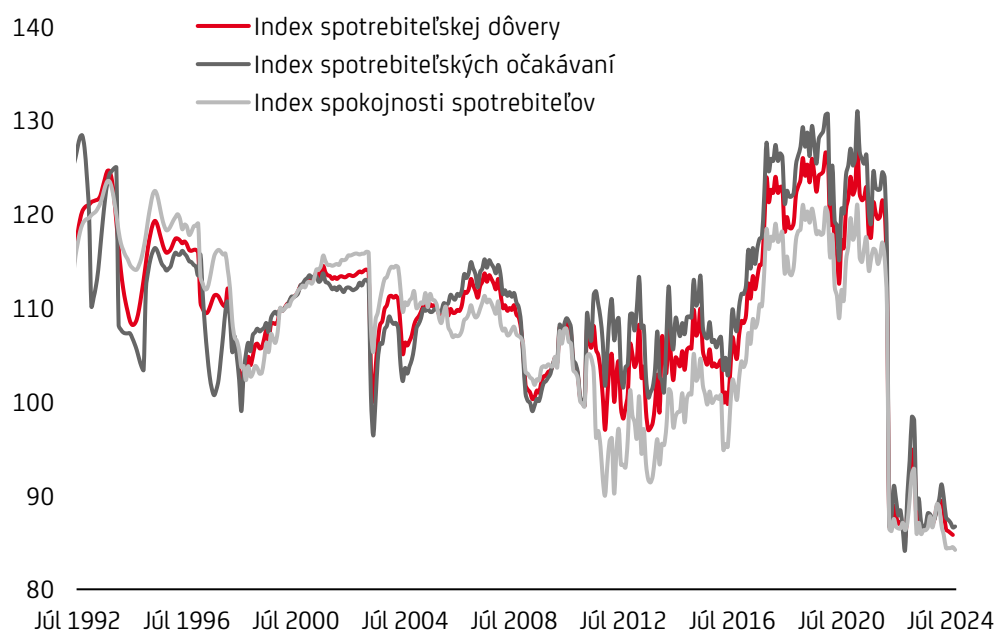


Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: február 2013 – február 2024

Zvýšené problémy čínskeho vývozu pravdepodobne odhalia slabý domáci dopyt v situácii, keď chýbajú odvážne opatrenia na podporu spotreby. To posilňuje naše presvedčenie, že štrukturálne spomalenie hospodárskeho rastu Číny bude pokračovať, pričom v roku 2025 by mal HDP vzrásť o 4,5 % a v roku 2026 o 4,2 % z tohtoročných 4,8 %. Na čínsku ekonomiku budú zrejme vplývať dva hlavné faktory. Po prvé, stále prebieha odlaďovanie modelu rastu krajiny smerom od nehnuteľností a ťažkého priemyslu k výrobe s vysokou pridanou hodnotou a strategickjšej výrobe (t. j. elektromobily, špičkové technológie, batérie atď.). Po druhé, **spotrebiteľská dôvera** zostáva na najnižšej úrovni, predovšetkým preto, že bohatstvo čínskych domácností je zvyčajne viazané na hodnotu domov, ktorá v posledných rokoch klesla, a to v kontexte rastúcej nezamestnanosti a slabej sociálnej záchrannej siete.



GRAF 2.8: ČÍNSKI SPOTREBITELIA SÚ PESIMISTICKÍ



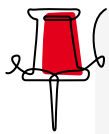
Zdroj: NBS, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: júl 1992 – júl 2024

Keďže oživenie súkromnej spotreby by si vyžadovalo oživenie sektora nehnuteľností, čo by oddialilo štrukturálnu transformáciu hospodárstva, očakávame, že Peking bude naďalej prijímať politické opatrenia zamerané na stimuláciu ponukovej strany hospodárstva viac ako dopytovej (napríklad prostredníctvom menových opatrení zameraných na poskytovanie úverov firmám a malých hotovostných dávok pre domácnosti s nízkymi príjmami). Dôvodom je skutočnosť, že čínsky finančný systém je zameraný najmä na ponukovú stranu ekonomiky. Úvery smerujú prostredníctvom podnikov, štátnych podnikov, miestnych samospráv a ústrednej vlády do infraštruktúry, nehnuteľností a výroby. To následne vedie k zvýšenej produkcii spoločností, ktoré si potom silne konkurujú cenami. Odvážne opatrenia na podporu spotreby by si vyžadovali reformy, ako napríklad zavedenie sociálneho štátu západného typu, aby sa vyriešili problémy s pretrvávajúcim nízkym podielom spotrebiteľských výdavkov na HDP a vysokým podielom úspor. Myslíme si, že sa to v dohľadnom čase nestane.

Nerovnováha medzi dopytom a ponukou na domácom trhu bude, naopak, naďalej zdrojom deflačných tlakov na domácom trhu, pričom inflácia CPI pravdepodobne zostane v roku 2025 pod úrovňou 1,0 %. **Nadbytočné kapacity** Číny bude potrebné absorbovať v zahraničí (tzv. druhý čínsky šok), s čím súvisí aj obchodné napätie. Očakávame, že PBoC v záujme ďalšej podpory ekonomiky oznámi ďalšie zníženie 14-dňovej reverznej repo sadzby, sadzby povinných minimálnych rezerv a 7-dňovej reverznej repo sadzby.

Nerovnováha medzi
dopytom a ponukou v Číne bude
aj naďalej zdrojom deflačných
tlakov na domácom trhu





VYROVNÁVANIE SA S DRUHÝM ČÍNSKYM ŠOKOM

Svet čelí **novému exportnému boomu** z Číny. Počas prvého čínskeho šoku, ktorý prebiehal v rokoch 2003 až 2015, sa podiel Pekingu na celosvetovom vývoze zvýšil z menej ako 5 % na približne 12 %. Potom klesal až do vypuknutia pandémie a teraz sa blíži k 15 %, čo je historicky najvyššia hodnota. Medzi týmito dvoma nárazmi sú zaujímavé rozdiely.

Prvý čínsky šok sa týkal vývozu lacného tovaru nízkej kvality a nízkej pridanej hodnoty. Namiesto toho Čína teraz vyváža technologicky vyspelý tovar, ako sú elektrické vozidlá, batérie alebo solárne panely, ktoré sú kvalitnejšie a cenovo dostupnejšie ako výrobky, ktoré dokážu vyrobiť západné spoločnosti. Ďalším zaujímavým rozdielom medzi týmito dvoma šokmi je, že prvý šok súvisel s núteným transferom technológií zo Západu do Číny. V súčasnosti by sa mal Západ snažiť získať prístup k čínskemu know-how, najmä v oblasti ekologických technológií.

Pragmatickým riešením tohto problému by bolo prilákať čínske spoločnosti do Európy a USA. Týmto spôsobom by sa zmiernili negatívne dôsledky čínskej konkurencie v oblasti zamestnanosti, keďže čínske spoločnosti by sa spoliehali na miestnu pracovnú silu a dodržiavali by miestne pracovné predpisy. Zároveň by bolo možné presadiť technologické kontroly ich výrobkov, napríklad pokiaľ ide o používanie údajov v elektrických vozidlách. V 80. rokoch sa obchodné napätie medzi Japonskom a USA zmiernilo, keď japonské spoločnosti presunuli časť svojej výroby do USA.

V súčasnom geopolitickom kontexte je to však nepravdepodobné. Na rozdiel od Číny nebolo Japonsko vnímané ako hegemonný súper. Dôvera medzi Pekingom a Západom je zároveň na úplnom dne. Je nepravdepodobné, že by nastupujúca Trumpova administratíva prijala politiky zamerané na obnovenie dôvery s Pekingom, ktoré by uľahčili absorpciu jeho nadmernej kapacity. **Otázka dôvery** je to, čo zabráni ľahkému vyriešeniu druhého čínskeho šoku. Nadbytočné kapacity v oblasti ekologických technológií by sa mali celosvetovo privítať, pretože by mohli urýchliť proces dekarbonizácie pri čo najnižších nákladoch. Európa a USA by nemuseli obnoviť konkurencieschopnosť napríklad vo výrobe solárnych panelov, ale mohli by sa špecializovať na svoje skutočné komparatívne výhody. Bez dôvery však budú mať obavy o národnú bezpečnosť súvisiace s nadmernou závislosťou od jediného dodávateľa prednosť pred argumentmi týkajúcimi sa hospodárskej efektívnosti a ekologického prechodu.

4

HOSPODÁRSKY RAST VO VEĽKEJ BRITÁNII SA MIERNE ZRÝCHLI

Predpokladáme, že v Spojenom kráľovstve vzrastie reálny HDP v budúcom roku o 1,2 % a v roku 2026 o 1,4 % po raste o 0,9 % v tomto roku. Krátkodobý rast pravdepodobne zostane tlmený, ale zmiernenie fiškálnej konsolidácie oznámené v jesennom rozpočte spolu s menej restriktívnou menovou politikou pomôžu podporiť mierne oživenie rastu. Celková inflácia sa v budúcom roku pravdepodobne udrží blízko, ale mierne nad cieľovou hodnotou 2 % a v roku 2026 klesne mierne pod ňu.

BoE pravdepodobne v decembri ponechá bankovú sadzbu na stabilnej úrovni 4,75 %, keďže Výbor pre menovú politiku na svojom novembrovom zasadnutí zopakoval, že väčšina členov uprednostňuje „postupný prístup“ (čo pravdepodobne znamená jedno zníženie o 25 bázických bodov za štvrtrok). Na budúci rok očakávame celkové zníženie o 125 bázických bodov, čím sa banková sadzba do konca budúceho roka dostane na úroveň 3,50 %. Je to menej, ako sme pôvodne očakávali, keďže menšie sprísnenie fiškálnej politiky bude podporovať postupnejšie znižovanie restriktív menovej politiky. V roku 2026 BoE pravdepodobne vráti bankovú sadzbu na neutrálnu úroveň, ktorú odhadujeme na približne 2,75 %.

Jesenný rozpočet Spojeného kráľovstva (GBP, priemer za rok)

cca	cca
14,3 mld.	70 mld.
vo vyšších daniach	vo vyšších výdavkoch

Úrad pre rozpočtovú zodpovednosť uviedol

„Jedno z najväčších fiškálnych uvoľnení za posledné desaťročia“



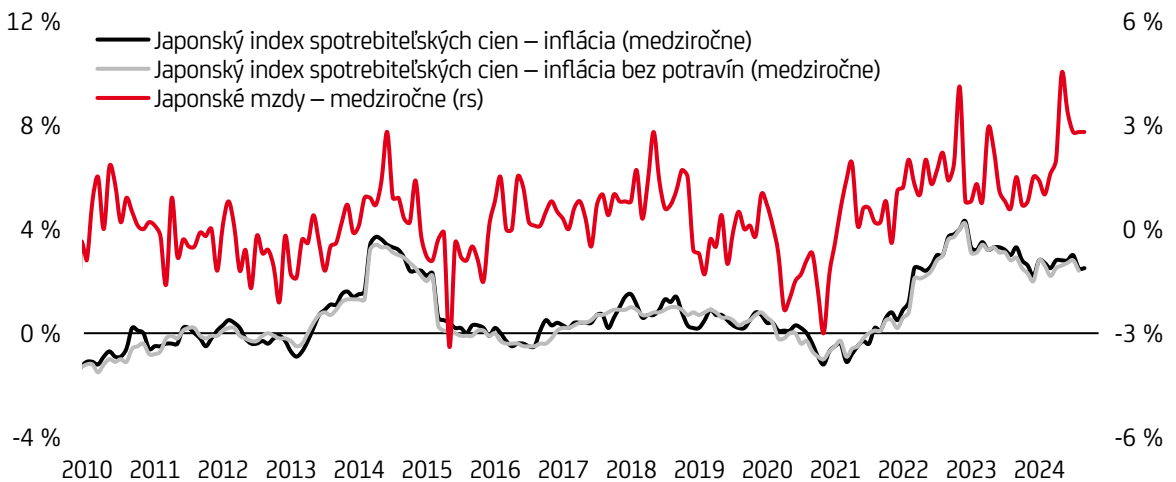
5

MENOVÁ POLITIKA BOJ BUDE NAĎALEJ DIVERGENTNÁ

Očakáva sa, že japonské hospodárstvo v budúcom roku opäť získa dynamiku a rast HDP sa zrýchli z 0,1 % v roku 2024 na približne 1 %. Očakáva sa, že výraznejší rast bude pochádzať predovšetkým zo súkromnej spotreby, keďže sa posilní rast reálnych miezd. Zo silnejšieho JPY budú profitovať aj spotrebiteľské výdavky, čo by mohlo zmierniť inflačné tlaky.

BoJ sa pravdepodobne bude naďalej odlišovať od centrálnych bánk ostatných vyspelých krajín a zostane na ceste normalizácie. Mzdy stále výrazne rastú, aj keď už nedosiahli vrchol 4,5 % r/r dosiahnutý v júni, zatiaľ čo inflácia zostáva nad 2-percentným cieľom centrálnej banky, takže reálne sadzby sú jednoznačne záporné. Sprísňovanie opatrení BoJ bude v roku 2025 pravdepodobne naďalej postupné a bude do veľkej miery závisieť od výhľadu hospodárskeho rastu, od toho, či sa mzdové a inflačné tlaky ďalej zmiernia a od budúcej trajektórie JPY. Ďalšie oslabenie JPY vyplývajúce z dlhotrvajúcej politickej patovej situácie po októbrových parlamentných voľbách by mohlo mať vplyv na politiku BoJ. Celkovo očakávame, že oficiálna úroková sadzba BoJ sa zvýši zo súčasných 0,25 % na 0,65 % do 4. štvrťroka 2025 a na 0,75 % do 4. štvrťroka 2026.

GRAF 2.9: ČAKÁ NÁS ĎALŠIA NORMALIZÁCIA POLITIKY BOJ



Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 2010 – 2024

6

POKRAČUJÚCI RAST CEE V PODMIENKACH FIŠKÁLNEJ KONSOLIDÁCIE A VONKAJŠÍCH PREKÁŽOK

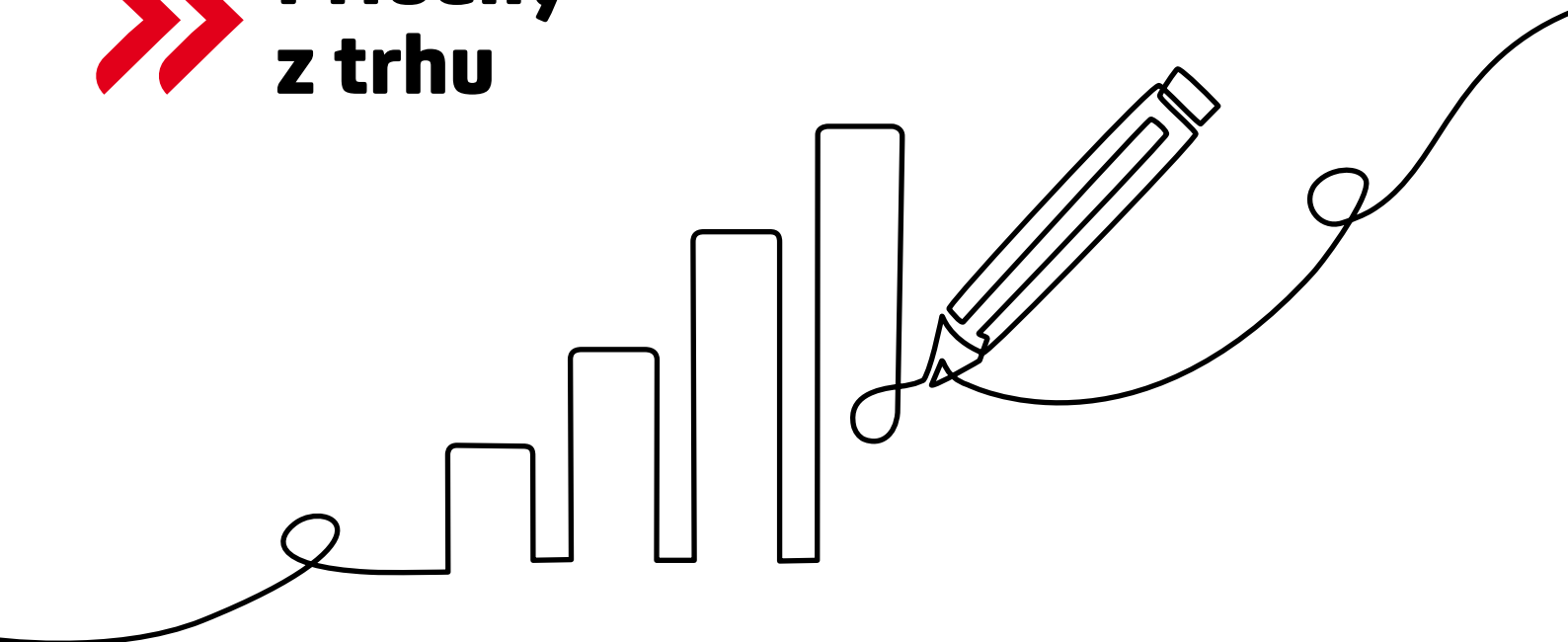
Nepriaznivé vplyvy na globálny obchod spôsobené clami pravdepodobne ovplyvnia dopyt po vývoze zo strednej a východnej Európy vzhľadom na integráciu ekonomík strednej a východnej Európy do dodávateľských reťazcov výroby v eurozóne. V dôsledku toho bude čistý vývoz pravdepodobne aj v roku 2025 brzdiť rast. Súkromná spotreba bude pravdepodobne naďalej hnacou silou rastu, ale jej príspevok by sa mohol zmierniť v dôsledku pomalšieho rastu reálnych miezd a menšej fiškálnej podpory domácností v dôsledku vládnych plánov na fiškálnu konsolidáciu. Menová politika sa bude naďalej uvoľňovať, čo podporí domáci dopyt. **Volebné cykly** znamenajú určité rozdiely v jednotlivých krajinách. Krajiny, ktoré čakajú voľby (Poľsko a Česko v roku 2025 a Maďarsko v roku 2026), budú náchylnejšie na riziká spojené s fiškálnym sklzom, čo môže tiež zúžiť priestor pre znižovanie sadzieb centrálnymi bankami. Krajiny ako Rumunsko, Slovensko a Turecko by však mohli dosiahnuť výraznejšie sprísnenie fiškálnej politiky. Príspevok z investícií sa zvýši, najmä ak sa verejné investície zvýšia vďaka vyššiemu čerpaniu prostriedkov z nástroja na oživenie a odolnosť a pravidelných prostriedkov EÚ z rozpočtu EÚ na roky 2021 – 2027. V dôsledku toho by sa rast HDP v EÚ a strednej a východnej Európe mohol v roku 2025 zrýchliť na 2,7 % (z tohtoročných 2,0 %), zatiaľ čo v Turecku by sa mohol v budúcom roku znížiť z 3 % na 2,7 %. Dlhšie trvajúce oslabenie čistého vývozu by mohlo ovplyvniť domáci dopyt v strednej a východnej Európe prostredníctvom podmienok na trhu práce a spotrebiteľského sentimentu.

Dezinflácia sa po zastavení v 4. štvrťroku 2024 obnoví v roku 2025. Pomalší rast miezd a priaznivý vývoj importovanej inflácie podporia klesajúci trend. Fiškálne opatrenia (zrušenie cenových stropov, zvýšenie daní) medzitým znamenajú tlak na rast administratívnych cien. Vyššie výnosy v USA by mohli viesť k oslabeniu meny, čo by mohlo viesť k riziku zúženia priestoru na uvoľňovanie menovej politiky.





Príbehy z trhu



EDITORI

Francesco Maria Di Bella

Thomas Strobel

AUTORI

Edoardo Campanella

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Elia Lattugová

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Michael Rottmann

Jonathan Schroer

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Zostaňte konštruktívni

Zdá sa, že makroekonomické prostredie podporuje chuť riskovať v roku 2025. Očakávame mierny globálny hospodársky rast a infláciu, ktorá už nebude taká výrazná, ale často sa bude približovať k cieľom centrálnych bánk, čo umožní uvoľnenie menovej politiky. Cyklus sprísňovania podmienok doplnil súpravu nástrojov centrálnych bánk, čím sa v prípade potreby vytvoril priestor na odvážne kroky. Očakávame, že nastanú podmienky, ktoré budú priaznivé pre solídny rast ziskov, pretrvávajúci dopyt po „carry“ obchodovaní a zotavenie ocenenia v segmentoch trhu, ktoré nie sú dostatočne výkonné.

To bude dobrá správa pre výnosy z akcií a dlhopisov v roku 2025, ale nemusí sa to nevyhnutne prejaviť v úplnej istote pre globálne trhy. Globálne oživenie ochoty riskovať je premysleným rozhodnutím a tohtoročné dvojciferné výnosy na veľkých častiach akciového trhu zvýšili ocenenie. Úverové rozpätia sa výrazne sprísňujú, zatiaľ čo bezrizikové krivky už počítajú s výrazným znížením oficiálnych sadzieb. Americké akcie očakávajú od novozvoleného prezidenta USA Donalda Trumpa impulzy priaznivé pre trh. Naopak, program novej administratívy predstavuje určité riziko pre UST, globálny porovnávaci ukazovateľ pre dlhopisové trhy, a môže zvýšiť geopolitické a obchodné napätie s potenciálne veľkými dôsledkami mimo USA. Preto je potrebné zodpovedajúcim spôsobom upraviť štruktúru portfólia.

Aj keď sa nízko visiace ovocie už pozbieralo, investori so selektívnejším prístupom môžu stále dosiahnuť solídne výnosy z akcií a dlhopisov. Hospodárska a politická neistota povedie k rozdielnym vyhladkam na riziko a výnos v jednotlivých regiónoch. Najväčší potenciál v nasledujúcich štvrtrokoch budú mať pravdepodobne americké akcie, ale príležitosti sa objavia aj v iných regiónoch. Dlhopisy budú žiadané vzhľadom na ich diverzifikačný prínos a stále atraktívne „carry“ obchody. Makroekonomická a geopolitická neistota bude naďalej podporovať dopyt po drahých kovoch, zatiaľ čo priemyselné kovy budú čakať na lepšie vyhladky hospodárskeho rastu.

Dlhopisy

SADZBY AMERICKÝCH A NEMECKÝCH DLHOPISOV SA ZREJME NEBUDÚ PRÍLIŠ HÝBAŤ, PRETOŽE ICH ZNÍŽENIE JE UŽ ZAPOČÍTANÉ

Vzhľadom na klesajúci výhľad úrokových sadzieb v USA a eurozóne sa investori sústreďujú na to, kde sa úrokové sadzby ustália na konci tohto cyklu uvoľňovania menovej politiky a ako dlho bude centrálnym bankám trvať, kým dosiahnu neutrálnu pozíciu menovej politiky. Pokiaľ ide o prvý bod, ako sme uviedli v našom článku Top príbehy roka 2025, kľúčovou otázkou zostáva: vzrástla v posledných rokoch nepolapiteľná neutrálna sadzba a ako ju ovplyvní druhé Trumpovo prezidentstvo? Tempo znižovania sadzieb bude do veľkej miery závisieť od dynamiky rastu a inflácie, keďže centrálné banky budú opakovať svoju mantru závislosti od údajov. Zníženie úrokových sadzieb sa automaticky nepremiata do nižších 10-ročných výnosov, ktoré sú zasa ovplyvnené aj inými faktormi, napríklad dynamikou ponuky dlhopisov. Divokú kartu môžu pred-

stavovať aj geopolitické riziká, ktoré by mohli byť zvýšiť dopyt po štátnych dlhopisoch, ktoré sa považujú za bezpečné aktíva, alebo viesť k opätovnému zrýchleniu inflácie a prípadne k menej zmierlivému postoju centrálnych bánk. Za predpokladu, že uvoľňovanie menovej politiky bude v eurozóne aj v USA prebiehať tak, ako očakávame, sa domnievame, že **výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny a štátnych pokladničných poukážok** majú len malý priestor na pokles zo súčasných úrovní. Zníženie sadzieb zo strany Fed a ECB je všeobecne akceptované a ponuka dlhopisov bude

mať vplyv na dlhší koniec krivky. Prebiehajúce kvantitatívne sprísňovanie zo strany ECB zvýši záťaž investorov, ktorí musia absorbovať ponuku štátnych dlhopisov eurozóny, zatiaľ čo ponuka UST bude naďalej bohatá na financovanie ambiciózneho programu pána Trumpa. Pokiaľ ide o **10-ročné výnosy UST**, na koniec roka 2025 sme stanovili rozpätie **4,40 – 4,60 %**, čo je o 40 – 60 bázických bodov viac ako koncová sadzba. Očakávame, že **10-ročný výnos nemeckých dlhopisov** zostane do konca roka 2025 v pásme od **2,20 % do 2,40 %**, čo je o 45 až 65 bázických bodov viac ako nami predpokladaná depozitná sadzba do konca budúceho roka. 10-ročné rozpätie UST-Bund sa bude ďalej rozširovať. Kľúčovým motorom výkonnosti UST a Bundov budú „carry“ obchody. Výnosové krivky v USA a eurozóne sa budú zvyšovať, hoci pravdepodobne zostanú plochejšie ako pred pandémiou v dôsledku zvýšených úrokových sadzieb (v USA stále v reštriktívnom pásme).

BTPS PRAVDEPODOBNE ZOSTANE V ZLATOM PÁSME

Vzhľadom na pravdepodobnú výkonnosť nemeckých dlhopisov budú zdatní investori hľadať lukratívnejšie príležitosti. Takýto postoj by bol v súlade s tohtoročným oživením „carry“ obchodov. Veľký záujem o periférne štátne dlhopisy znížil výnosové rozpätie v porovnaní s nemeckými dlhopismi, k čomu prispela pokračujúca dezinflácia, klesajúca volatilita, priaznivé fiškálne vyhliadky, nadpriemerné miery rastu a najmä v Taliansku stabilná politická situácia. Výnimkou je Francúzsko, ktoré zaťažujú slabnúce makroekonomické základy a politická neistota.

Očakávame, že dopyt po talianskych štátnych dlhopisoch zostane v roku 2025 udržateľný, k čomu prispeje stabilné politické prostredie a pokračujúca fiškálna konsolidácia. **Rozpätie 10-ročných výnosov**

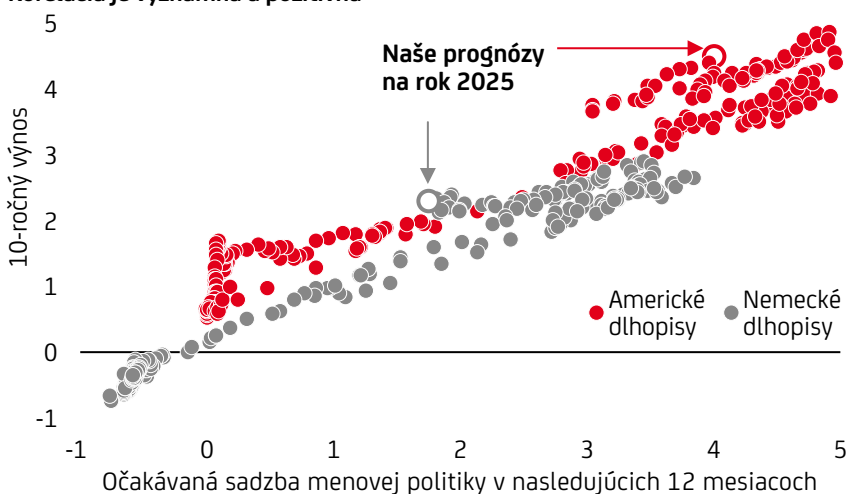


Pozrite si náš príbeh Top 2025
Verejný dlh:
USA vs. eurozóna

GRAF 3.1: ÚROKOVÉ SADZBY A ICH VPLYV NA VÝNOSY S DLHŠOU SPLATNOSŤOU

Každý bod označuje minulé vzťah medzi sadzbou depo/fed, ktorú trhy očakávajú v nasledujúcich 12 mesiacoch, a 10-ročným výnosom Bund/UST.

Korelácia je významná a pozitívna



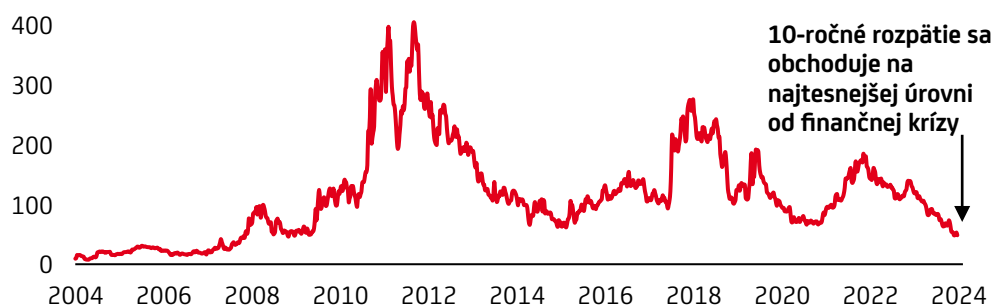
Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, týždenné údaje od 15. novembra 2019 do 15. novembra 2024.



medzi talianskymi a nemeckými dlhopismi vidíme v **rozmedzí 120 až 140 bázických bodov**, keďže pozitívne faktory budú čiastočne kompenzované veľkou emisiou, najmä v dôsledku splatných dlhopisov.

Na druhej strane, výhľad francúzskych štátnych dlhopisov sa zdá byť pochmúrny, predovšetkým v dôsledku politickej nestability a ratingových rizík. Hoci môže dôjsť k taktickým nákupom, obavy investorov budú udržiavať výnosové rozpätie medzi 10-ročným OAT a nemeckými dlhopismi na úrovni približne 70 bázických bodov. **Uprednostňujeme BTP pred OAT**, pretože tie prvé ponúkajú atraktívnejší vstupný bod a prirodzenú rezervu v prípade rastu výnosov. Okrem toho je dôležité aj to, že 50 % všetkých francúzskych štátnych dlhopisov vlastní zahraniční investori (v porovnaní s 25 % v prípade Talianska), keďže zahraniční investori sú často citlivejší na cenové výkyvy a zmeny v hospodárskych základoch krajiny.

GRAF 3.2: VÝKONNOSŤ BTP OPROTI OAT
10-ROČNÉ ROZPÄTIE BTP – OAT

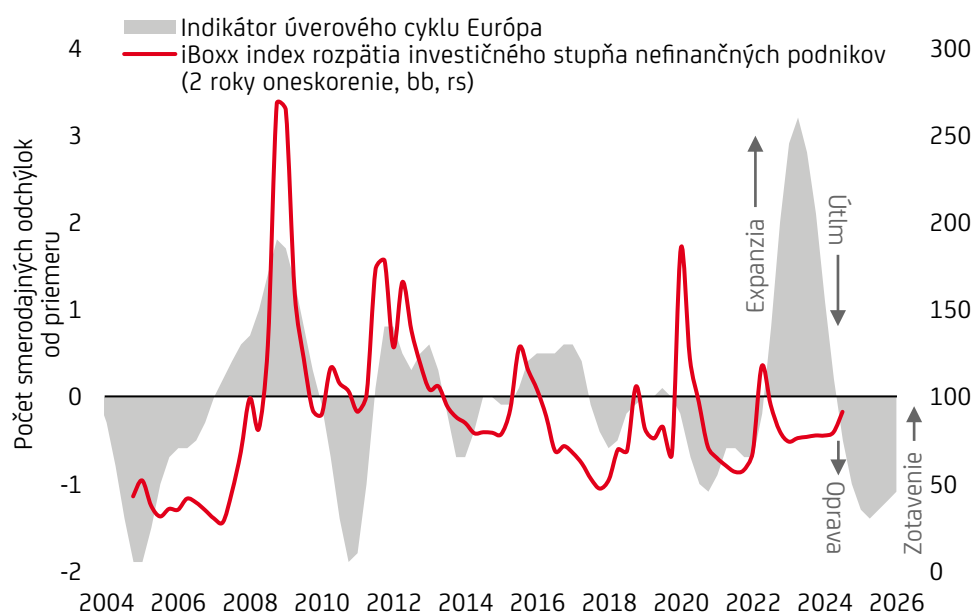


Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, týždenné údaje od 20. novembra 2004 do 15. novembra 2024.

OBCHODY „CARRY“ BUDÚ HNACOU SILOU 2025 ZISKOV PRE EURÓPSKE ÚVERY

Obchody „carry“ budú pre úverové trhy hlavnou témou hry. Očakávaná sľubná výkonnosť európskych nefinančných úverov je podporovaná miernym makroekonomickým rastom v eurozóne a úverovým cyklom, ktorý sa pevne nachádza v režime oživenia. To je znázornené v grafe 3.3, ktorý zobrazuje fázy úverového cyklu, znázornené ako jednotky štandardnej odchýlky od dlhodobého priemeru (znázornené ako 0). Vidíme náznaky mierne sa zrýchľujúceho rastu úverov spolu s konzervatívnymi finančnými stratégiami podnikov, pričom chuť riskovať zostáva pri rastúcom ocenení aktív vysoká.

GRAF 3.3: OŽIVENIE ÚVEROVÉHO CYKLU NA PODPORU ÚVEROV V EUROZÓNE



Zdroj: S&P Global, Investičná stratégia skupiny UniCredit, mesačné údaje od decembra 2004 do septembra 2024.

Cyklické úvery by mali profitovať z postupného zvyšovania hospodárskeho rastu a očakáva sa, že pravdepodobnosť úverových udalostí, ako je napríklad zlyhanie, sa zníži. Mnohé podniky majú zdravé hotovostné rezervy, čo je dobrým signálom pre dlhovú službu. V súvislosti s oživením hospodárskeho rastu očakávame mierny nárast kapitálových výdavkov spolu s **oživením aktivít v oblasti fúzií a akvizícií**. V kombinácii s rastúcim splácaním dlhopisov v rokoch 2025 – 2026 tieto faktory naznačujú, že v budúcom roku bude opäť silná ponuka nových dlhopisov. Vzhľadom na celkovo priaznivý hospodársky výhľad by mal byť tento prílev v kombinácii s nedostatočnými reinvestíciami zo strany ECB neutrálny pre prémie za úverové riziko.

Investori by mali venovať zvýšenú pozornosť **automobilovému sektoru**, v ktorom štrukturálne problémy súvisiace s elektromobilmi a clami oprávňujú k opatrnému prístupu, najmä pokiaľ ide o dlhopisy s dlhšou lehotou splatnosti. Aj v budúcom roku by mal byť bankový kredit v dobrej kondícii. Hoci sa očakáva, že čisté úrokové výnosy sa zmiernia, európske banky budú mať v roku 2025 pravdepodobne stále solídnu ziskovosť, pričom konsenzus o návratnosti kmeňového kapitálu sa pohybuje okolo 11 %. Klesajúce úrokové sadzby podporia kvalitu aktív, najmä v oblasti úverov na komerčné nehnuteľnosti. Očakávame, že náklady bánk na úver 2025 zostanú zvládnuť.

Pokiaľ ide o rozpätia, myslíme si, že index iBoxx Investment-Grade Non-Financials sa do konca roka 2025 zníži na 80 základných bodov, index iBoxx Non-Financials Hybrid na 180 základných bodov a index iBoxx High-Yield Non-Financials na 270 základných bodov. V tomto prostredí budú rozhodujúcim faktorom celkových výnosov obchody „carry“, ktoré by sa mali pohybovať medzi 3 % pre index iBoxx Investment-Grade Non-Financials a 6 % pre index iBoxx High-Yield Non-Financials, čím by sa udržal na úrovni tohtoročnej výkonnosti.

Pokračovanie prostredia obmedzenej volatility sadzieb by mohlo zvýhodniť aj podnikové dlhopisy s nižším ratingom (predovšetkým s ratingom BB). Selektívne pridávanie zásadne stabilných vysokovýnosných mien do portfólií môže priniesť hodnotu vďaka ich lákavým príležitostiam na obchody „carry“, pričom investori by mali mať na pamäti súvisiace charakteristické riziká. Vzhľadom na klesajúce obavy investorov, týkajúce sa hospodárskeho výhľadu, a pravdepodobné uvoľnenie politiky ECB v roku 2025 by **predĺženie splatnosti** s cieľom využiť vyššie úverové rozpätia mohlo byť účinnou stratégiou na zvýšenie výkonnosti.

ORIENTÁCIA NA TRHU S ESG DLHOPISMI V ROKU 2025

Predpokladáme, že v roku 2025 budú investori do environmentálnych, sociálnych a riadiacich dlhopisov (ESG) naďalej využívať priaznivé prostredie pre investovanie do ESG, ktoré sa začalo koncom roka 2023. Z nášho prieskumu vyplýva, že „greeniums“, cenové prémie spojené so zelenými a inými triedami ESG dlhopisov v porovnaní so štandardnými dlhopismi, od 3. štvrtroka 23 takmer vymizli. Tento posun umožňuje investorom zapojiť sa do etických a environmentálnych investičných stratégií bez vyšších nákladov, ktoré charakterizovali boom objemu ESG dlhopisov, ktorý sa začal v roku 2019.

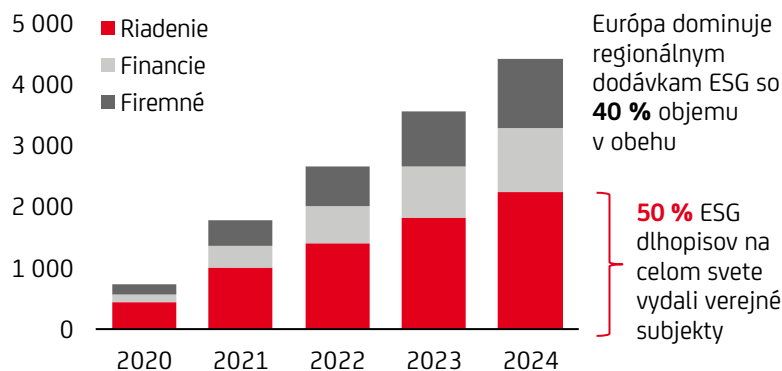
K tomuto ústupu cien ESG dlhopisov na úroveň štandardných dlhopisov prispelo niekoľko faktorov.

1. Chladnejší dopyt vznikol v dôsledku neistoty súvisiacej s reguláciou zelených aktív v EÚ, najmä v súvislosti s klasifikáciou fondov podľa nariadenia o zverejňovaní informácií o udržateľnom financovaní. **2.** Po náraste cien komodít v súvislosti s konfliktom na Ukrajine došlo k výraznému zvýšeniu záujmu o „hnedé“

energetické aktíva. **3.** Na širšom trhu dlhopisov bol zaznamenaný vysoký dopyt, keďže investori sa v očakávaní poklesu úrokových sadzieb vrhli na dlhopisy s dlhou splatnosťou.

Okrem toho zohráva v tejto cenovej dynamike významnú úlohu pokračujúca robustná ponuka **dlhopisov ESG**. V rozpore s tým, čo by sa dalo očakávať na základe klesajúcej cenovej premie, sme v priebehu roka 2024 zaznamenali stabilný rast emisií dlhopisov ESG. Nové dlhopisy od debutujúcich emitentov ESG rozširujú ponuku dostupných tried dlhopisov priemyselných odvetví

GRAF 3.4: NESPLATENÉ DLHOPISY ESG VO SVETE
(USD MLD.)



Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, ročné údaje od roku 2020 do roku 2024.

a emitentov. Spoločnosti a vlády sú motivované vydávať dlhopisy ESG nielen z dôvodu hľadania lepšej ceny. Čoraz viac sa zameriavajú na plnenie cieľov udržateľnosti, pripravujú sa na prísnejšie environmentálne predpisy a zúčastňujú sa na „virtue signallingu“ voči zainteresovaným stranám. V súvislosti s ďalším rastom trhu ESG je pravdepodobné, že očakávané uvoľnenie menovej politiky bude stimulovať ešte viac zelených investícií, čím sa zabezpečí, že trh s dlhopismi ESG zostane dynamický.

Akcie

ĎALŠÍ ROK SOLÍDNEJ VÝKONNOSTI AKCIÍ

Výhľad akciového trhu na rok 2025 je naďalej optimistický a poukazuje na atraktívne príležitosti, pričom dôraz sa kladie na základné faktory a dynamiku sektorov, ktoré sú hnacou silou rastu. Po pôsobivom roku 2024, keď americký akciový trh prudko vzrástol (S&P 500 +25 % do polovice novembra, STOXX Europe 600 +7 %, Nikkei +15 %, MSCI EM +10 %), očakávame v budúcom roku ďalší solídny **priemerný zisk okolo 10 %**. Krátkodobé spravodajské cykly často prinášajú množstvo dôvodov na obavy (od geopolitického napätia až po neuspokojivé výsledky v technologickom sektore), je však nevyhnutné zachovať si dlhodobý pohľad zameraný na základy.

Po prekonaní počiatočného spomalenia v budúcom roku by sa mal globálny hospodársky výhľad koncom roka 2025 zlepšiť, čo by malo mať pozitívny vplyv na zisky podnikov aj na akciové trhy. Technologický sektor, najmä v dôsledku nárastu umelej inteligencie, je pripravený byť významným a nezávislým motorom rastu. Ak sa vylúčia prípadné epizódy volatility akcií, očakávame postupnú normalizáciu ocenenia, ktorú podporí predovšetkým trend znižovania sadzieb centrálnych bánk.

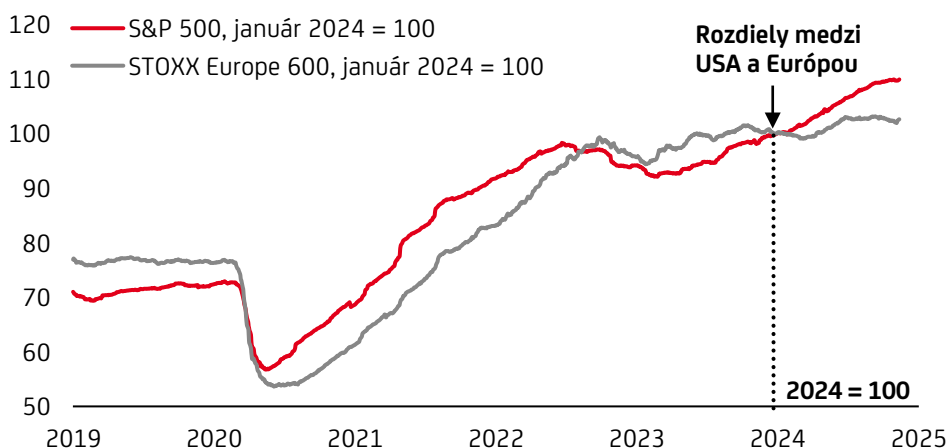
Veríme, že americký akciový trh začne rok 2025 s najsilnejšími základmi. Predpokladáme, že hospodárstvo USA sa dostane len do čiastočnej stagnácie a jeho rast sa v roku 2026 zrýchli, zatiaľ čo hospodárstvo v Európe sa začne zotavovať len postupne. Hospodárske prostredie v Číne sa bude pravdepodobne ďalej zhoršovať, zatiaľ čo HDP v Japonsku sa bude zrýchľovať len mierne. V dôsledku toho očakávame, že ziskové marže zostanú najvyššie v USA, aj keď o niečo nižšie, a myslíme si, že rozdiely v raste ziskov podnikov medzi USA a Európou, ktoré sme pozorovali v tomto roku, budú pokračovať aj v roku 2025. Ďalšie fiškálne stimuly, znižovanie daní a snahy o dereguláciu, ktoré podporí republikánska väčšina v Kongrese, pravdepodobne podporia rast príjmov v USA.

Technický sektor je pripravený na ďalší silný výkon; výnimočnosť amerického akciového trhu bude pokračovať



GRAF 3.5: SILNÝ RAST ZISKU V USA BUDE POKRÁČOVAŤ

ODHAD BUDÚCICH PREVÁDZKOVÝCH VÝNOSOV VO VÝŠKE 12 MIL



Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, denné údaje od 1. januára 2019 do 15. novembra 2024.

Na základe týchto prognóz sa naše ciele na koniec roka 2025 pohybujú od +8 % pre Európu po +15 % pre USA. Predpokladá sa, že japonské a čínske spoločnosti budú mať podobný rastový potenciál ako Európa, a to +8 %. Najväčší potenciál akciového trhu tak vidíme v USA, po ktorých nasleduje Európa a Japonsko. Čínske trhy síce môžu vykazovať určitý taktický potenciál dobiehania, ten však bude obmedzený víťazstvom D. Trumpa v prezidentských voľbách a následnou neistotou spojenou s clami.



Vzhľadom na to, že hospodársky rast sa v roku 2025 pravdepodobne zrýchli, atraktivita cyklických sektorov pravdepodobne vzrastie, čím sa spoločnosti s **malou a strednou kapitalizáciou** stanú v porovnaní s veľkými spoločnosťami atraktívnymi. V relatívnom vyjadrení by to mohlo zmierniť dynamiku technologických akcií, ktorých silný rast ziskov sa už prejavil vo vysokom ocenení.

OCENENIA A KONCENTRÁCIA NA TRHU SÚ ZVLÁDNUTEĽNÉ

Koncentrácia trhu bude naďalej predstavovať kritický problém, najmä pokiaľ ide o „veľkolepú sedmičku“, ktorá tvorí približne 30 % indexu S&P 500. Udržanie vysokého rastu predaja a ziskovosti počas dlhšieho obdobia bolo v minulosti náročné. Ak sa však naše predpovede o ekonomike USA a Fed naplnia, mohli by sme byť svedkami posunu v obľúbenosti akciových trhov, čo by umožnilo oživenie širšieho indexu S&P 500. Lídrmi trhu by sa mohli stať spoločnosti v sektoroch, ako sú finančný, spotrebný a priemyselný (ktorých váha sa spolu rovná váhe sektora IT v indexe S&P 500).

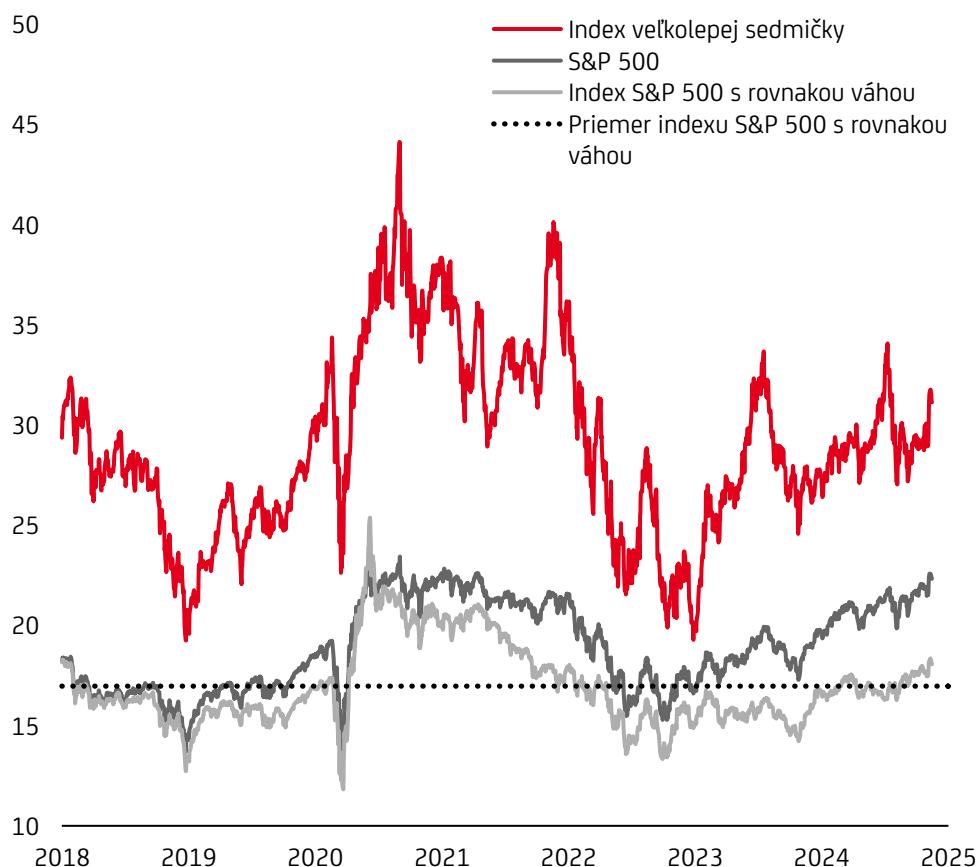
Hoci je ocenenie v USA s priemerným pomerom cena/zisk (P/E) 22 vyššie ako historické priemery, možno to do veľkej miery pripísať očakávanému vysokému rastu ziskov **veľkolepej sedmičky** o takmer 40 % v roku 2025. Táto situácia sa líši od dot-com bubliny v roku 2000, keď vedúce spoločnosti mali v tom čase priemerný pomer P/E 52. Keďže sa však zvýšila koncentrácia trhu, môže byť dôležité diverzifikovať a znížiť riziká spojené s odvetvím IT. Rovnako vážený index S&P 500 môže lepšie odrážať primerané ocenenie na širšom trhu. Vzhľadom na očakávaný trend znižovania úrokových sadzieb a zlepšovanie ekonomickej dynamiky sa domnievame, že rovnako vážený index S&P 500 by mohol dosiahnuť lepšie výsledky. Z opatrení plánovaných nastupujúcou Trumpovou administratívou budú pravdepodobne profitovať najmä spoločnosti mimo (čiastočne drahého) segmentu veľkých spoločností, ktoré sú výrazne zamerané na domáce hospodárstvo USA.



Pozrite si náš príbeh Top 2025
Neexistuje žiadna bublina AI

GRAF 3.6: OCENENIA USA SÚ ROZŤAHANÉ, ALE NIE NADMERNÉ

POMER P/E



Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, denné údaje od 1. januára 2018 do 15. novembra 24.

Komodity

ENERGETICKÉ KOMODITY: STABILIZÁCIA CIEN ROPY BRENT A TTF

OPEC+ sa pohybuje v náročnom prostredí, pretože sa snaží vyrovnať so súčasnými ťažobnými limitmi, pričom jeho členovia chcú normalizovať ťažbu a zrušiť existujúce obmedzenia na úrovni 2,2 milióna ton denne. Pokiaľ ide o rok 2025, pri silnej dodávke ropy zo Severnej Ameriky (ktorá by mohla profitovať z podpory priemyslu, ktorú prisľúbila nastupujúca Trumpova administratíva) a slabom globálnom dopyte sa OPEC+ môže ocitnúť v situácii, keď bude nútený predĺžiť súčasné zníženie produkcie na celý rok. Dokonca aj zachovanie súčasnej úrovne produkcie by mohlo viesť k miernemu prebytku na svetovom trhu s ropou.

Ak geopolitické napätie na Blízkom východe neprerastie do širšieho regionálneho konfliktu, očakávame, že OPEC+ sa bude snažiť stabilizovať cenu ropy Brent na úrovni približne **75 USD za barel**. Do roku 2026, keď sa dopyt začne zlepšovať, OPEC+ pravdepodobne začne opäť dodávať ropu na trh a ceny ropy Brent sa pravdepodobne posunú k 80 USD za barel. Na druhej strane, ak sa OPEC+ na svojom výročnom zasadnutí v decembri rozhodne zvýšiť ponuku každý mesiac o 180 kb/d, cena ropy Brent by mohla v roku 2025 klesnúť na úroveň okolo **60 USD za barel** alebo nižšie.

Naopak, rozšírenie konfliktu na Blízkom východe by mohlo cenu ropy Brent vyhnúť nad 100 USD za barel. Ak by boli terčom útoku ropné polia alebo rafinérie v Iráne alebo Saudskej Arábii, alebo ak by došlo k dočasnej blokade Hormuzského prielivu, cez ktorý prúdi približne 20 % svetových dodávok ropy, ceny ropy Brent by sa mohli vyšplhať nad **130 USD za barel**. Takýto nárast by pravdepodobne pretrvával, kým by sa neobjavili jasné náznaky úplného obnovenia globálnych dodávok ropy.

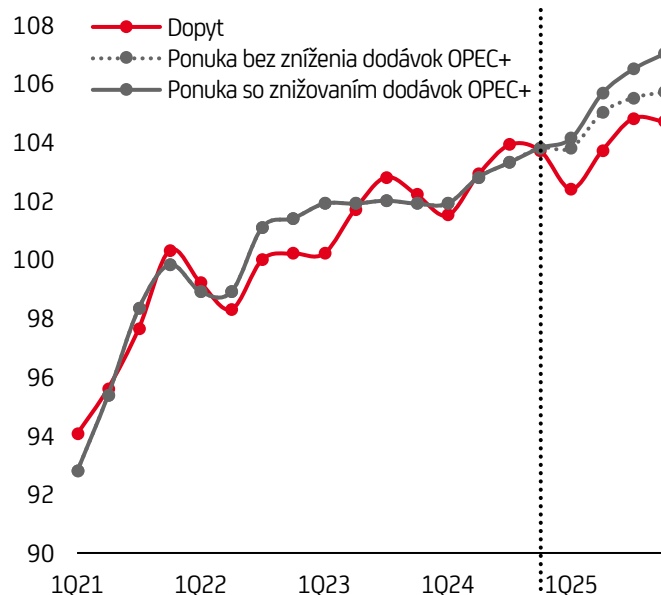
Vďaka efektu mierneho pretrvávania zimy dosiahli zásoby plynu v Európe v polovici augusta 90 % kapacity. Dopyt sa stabilizuje na nízkych úrovniach, pravdepodobne v dôsledku štrukturálnych zmien spôsobených zvýšením energetickej účinnosti, diverzifikáciou palív od plynu a závažnými klimatickými cieľmi. V priemyselnej odvetviach časť tejto slabosti vyplýva z trvalých strát produkcie v energeticky náročných odvetviach, ktoré sa snažia konkurovať na svetovom trhu v dôsledku toho, že ceny TTF zostávajú nad úrovňou spred vojny na Ukrajine. Očakávame, že ceny TTF zostanú počas celej zimy v rozmedzí **40 – 45 eur/MWh**.

Európa účinne znížila svoju závislosť od ruského plynu prostredníctvom diverzifikácie dodávok. V súčasnosti tvorí domáca ťažba približne 45 % európskych dodávok, nasleduje dovoz LNG (35 %) a plyn z plynovodov (20 %). **Dodávky plynu sú však obmedzené.** Zvýšenie dopytu po vykurovaní o 20 % by mohlo spôsobiť nedostatok približne 20 miliárd m³, čo by si vyžiadalo väčší dovoz LNG a tlak na zvyšovanie cien. Dočasné výpadky by mohli narušiť bilanciu plynu, najmä ak bude nadchádzajúca zima chladnejšia ako priemer. Napriek snahám o diverzifikáciu sa Európa stále spolieha na ruský plyn a LNG, ktoré tvoria približne 12,5 % jej celkovej spotreby. Eskalácia rusko-ukrajinského konfliktu by pravdepodobne posunula ceny TTF k **100 eur/MWh**.

OPEC+ vzhľadom na pretrvávajúce problémy s nadmernou ponukou len ťažko zvýši produkciu



GRAF 3.7: NADMERNÁ PONUKA NA TRHU S ROPOU MB/D



Zdroj: International Energy Agency, Investičná stratégia skupiny UniCredit, štvrťročné údaje od 1. štvrťroka 2021 do 4. štvrťroka 2025.

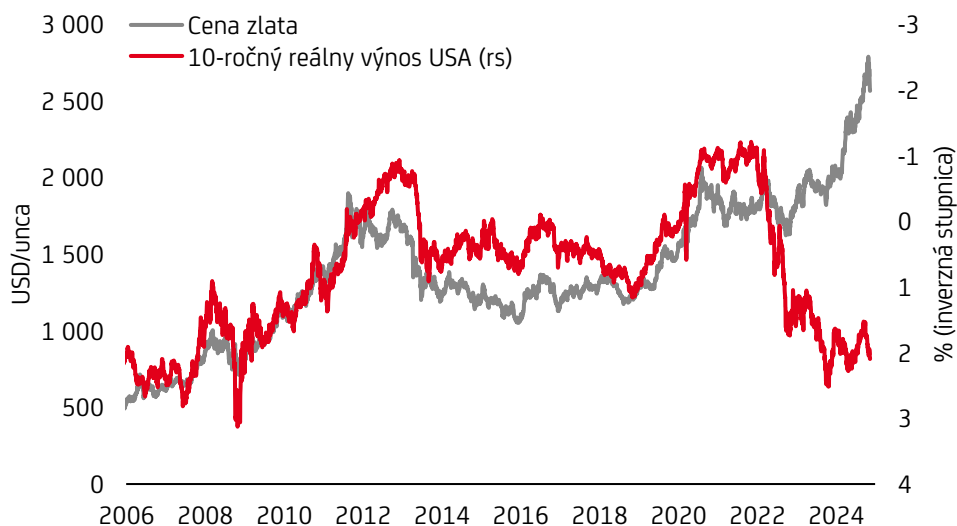
PRIEMYSELNÉ KOVY MAJÚ PRIESTOR NA OŽIVENIE, ZATIAĽ ČO ZLATÁ HORÚČKA SA PRAVDEPODOBNE SKONČILA

Globálna výrobná aktivita sa v posledných štvrtrokoch zhoršila, čo v tomto roku negatívne ovplyvnilo dopyt po priemyselných kovoch. Hoci pomalý dopyt by mohol pretrvávať až do začiatku roka 2025, cykly uvoľňovania centrálnych bánk by mali vo všeobecnosti podporiť oživenie priemyslu a podporiť kapitálové výdavky, čo by viedlo k zvýšeniu dopytu po priemyselných kovoch. Napriek tomu bude výkonnosť priemyselných kovov v priebehu budúceho roka do veľkej miery závisieť od toho, ako sa bude vyvíjať hospodárska aktivita v Európe a Číne, a teda aj globálny rast, v súvislosti s hrozbou dovozných ciel USA pod vedením Trumpovej administratívy a možnými odvetnými opatreniami.

Čína bude zohrávať obzvlášť dôležitú úlohu, keďže **hliník** a **meď** by mali profitovať z programov modernizácie priemyslu a investícií do energetických sietí, zatiaľ čo ceny **železnej rudy** by sa mohli dostať pod tlak, keďže Čína sa čoraz viac zameriava na znižovanie nadmerných kapacít v sektore nehnuteľností. Z dlhodobého hľadiska bude dopyt po priemyselných kovoch pravdepodobne profitovať z globálneho prechodu na nulové čisté emisie, zatiaľ čo nové dodávky budú obmedzené faktormi, ktoré robia ťažobné spoločnosti zraniteľnými voči rizikám ESG.

V roku, ktorý sa niesol v znamení prudkého rastu akciových trhov, sa zlato stalo najvýkonnejším produktom: jeho cena dosiahla pôsobivé maximum okolo **2 750 USD za uncu**. Tento pozoruhodný nárast zaskočil mnohých analytikov, najmä tých, ktorí sa pri prognózovaní cien zlata spoliehali na historické faktory. Zlato ako neúročené aktívum má tendenciu stať sa atraktívnejším, keď klesajú úrokové sadzby, najmä reálne sadzby. Služi tiež ako spoľahlivý bezpečný prístav v obdobiach vysokej inflácie a zvýšenej volatility trhu. V posledných rokoch sa však cena zlata vzpierala očakávaniam a držala sa na stabilnej úrovni napriek rastúcim reálnym sadzbám, zmierňujúcim sa inflačným rizikám a silnému akciovému trhu.

GRAF 3.8: NEVÍDANÝ VÝKON ZLATA V TOMTO ROKU



Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, denné údaje od 4. januára 2006 do 15. novembra 2024.

Čo stojí za týmto neočakávaným oddelením? Kľúčovými faktormi sú geopolitická neistota a rastúce obavy o fiškálnu situáciu USA. Potenciál obnovenia geopolitického napätia, dokonca náznaky druhej svetovej vojny, viedli investorov vrátane centrálnych bánk a súkromných investorov k hľadaniu alternatív k USD, dominantnej svetovej rezervnej mene, čo zvýšilo nákupy zlata. Hoci nevídaná výkonnosť zlata môže s blížiacim sa koncom roka viesť k vyberaniu ziskov, pokračujúci dopyt po zabezpečení spolu s klesajúcimi výnosmi dlhopisov a väčším USD by mali pomôcť zmierniť prípadný pokles. Ak však nedôjde k eskalácii geopolitického napätia alebo náhlemu nárastu inflácie, zlato môže v blízkej budúcnosti čeliť obmedzenému rastu.

TRUMP 2.0 JE DOBRÝM ZNAMENÍM PRE AMERICKÝ DOLÁR

Očakávame, že **v roku 2025 bude USD hviezdíť**. Trumpovo prezidentstvo pravdepodobne povedie k vyššej inflácii, opatrnejšiemu postoju Fed, väčšiemu obchodnému napätiu s Čínou a Európou a izolacionistickejšej zahraničnej politike USA, čo všetko poukazuje na silný dopyt po zelenej bankovke.

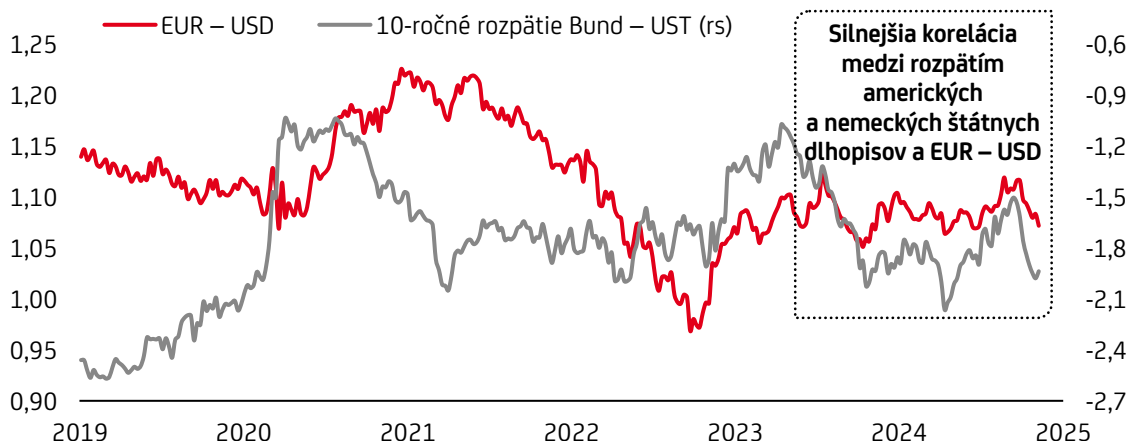
V tejto situácii bude ťažké realizovať nádeje pána Trumpa na oslabenie meny. Investície do akcií, vyššie výnosy doma a úloha USD ako bezpečnej meny v prípade eskalácie globálnej averzie voči riziku by tiež podporili USD. Intenzita zhodnocovania americkej meny voči ostatným menám bude závisieť od toho, do akej miery budú návrhy D. Trumpa realizované a ako budú načasované.

**Kurz EUR – USD
zostane nad paritou**



Kurz EUR – USD bude pravdepodobne ďalej klesať, ale pokles bude pravdepodobne obmedzený na **úroveň nad paritou** vzhľadom na to, že trhové očakávania týkajúce sa trajektórie znižovania sadzieb zo strany Fed a ECB nie sú ďaleko od našich. Americký dolár už rástol, keď sa investori v týždňoch bezprostredne po amerických voľbách viedli na časti „Trumpovho obchodu“. Obavy z **fiškálnej nedisciplinovanosti** v USA budú pravdepodobne obmedzovať aj pokles kurzu eura voči doláru a v najbližších rokoch by mohli americkú menu zatažiť. Intenzívnejší pokles (kurz EUR – USD dosiahol minimum 0,9536 koncom septembra 2022) by si pravdepodobne vyžadoval, aby sa úrokové diferenciály posunuli oveľa viac v prospech USD, zatiaľ čo návrat výrazne nad úroveň 1,12 z roku 2024 by si vyžadoval výrazné zlepšenie hospodárskych vyhládok eurozóny v porovnaní s USA, čo je v budúcom roku ešte menej pravdepodobný scenár. Očakávame teda, že index amerického dolára (DXY) sa vyšplhá späť na úroveň okolo 108/109. Tento index predstavuje vážený priemer šiestich hlavných výmenných kurzov (EUR, JPY, GBP, CHF, SEK a CAD) voči USD.

GRAF 3.9: ŠIROKÉ ROZPÄTIE MEDZI AMERICKÝMI A NEMECKÝMI DLHOPISMI PRAVDEPODOBNE UDRŽÍ EUR A USD NA NÍZKEJ ÚROVNI

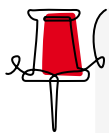


Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit, denné údaje od 1. januára 2019 do 15. novembra 2024.

Nedávne parlamentné voľby v Japonsku spôsobili, že politická situácia v krajine sa ocitla v patovej situácii, čo môže v krátkodobom horizonte ovplyvniť JPY. Napriek tomu očakávame, že BoJ bude pokračovať v sprísňovaní svojich opatrení, čo by mohlo znížiť výnosové rozpätie medzi USA a Japonskom, ale nie dostatočne výrazne na to, aby sa kurz **USD – JPY** dostal výrazne pod úroveň 150 v roku 2025. Kurz EUR – JPY sa vzhľadom na slabšie euro pravdepodobne posunie pod 155.

V Spojenom kráľovstve sa **GBP** pravdepodobne stretne s nepriaznivými vplyvmi, predovšetkým voči USD, v dôsledku ďalších opatrení na uvoľnenie menovej politiky, ktoré podľa našich predpokladov BoE uskutoční ešte v roku 2025. V novembri guvernér BoE Andrew Bailey varoval, že banka nemôže znížiť sadzby príliš rýchlo alebo priveľmi. Predpokladáme, že sadzby klesnú zo súčasných 4,75 % na 3,50 % v budúcom roku a potom na 2,75 % do roku 2026 v reakcii na zhoršujúci sa stav britskej ekonomiky. Situáciu pravdepodobne ešte viac skomplikuje prísna fiškálna politika načrtnutá v rozpočte na rok 2025. Kurz EUR – GBP zostane na úrovni okolo 0,82.



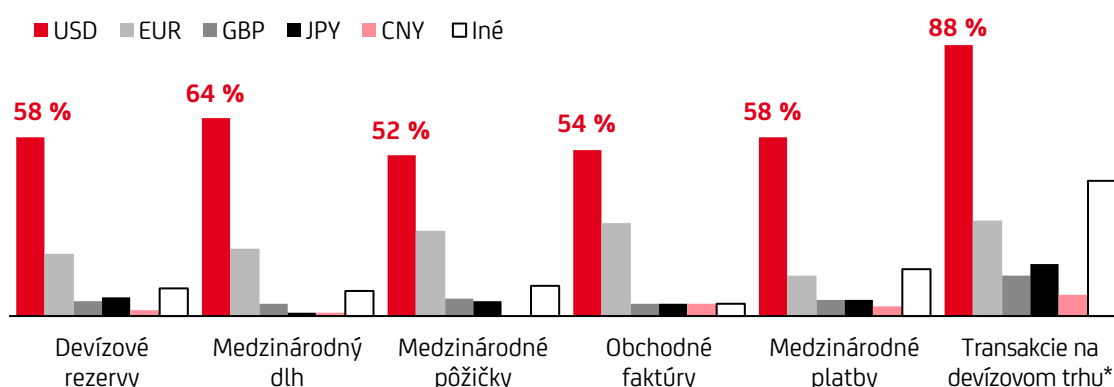


VEDÚCE POSTAVENIE USD NIE JE OHROZENÉ

Nedávnu zlatú horúčku čiastočne podporili centrálné banky rozvíjajúcich sa ekonomík, ktoré sa snažili znížiť svoju expozíciu voči USD. Rozšírená skupina BRICS+, do ktorej patria Egypt, Etiópia, Irán a Spojené arabské emiráty, aktívne pracuje na znížení úlohy amerického dolára v medzinárodnom finančnom systéme a zároveň podporuje širšie používanie čínskeho jüanu. Napriek rôznorodým záujmom skupiny ich spája spoločný cieľ, ktorým je spochybnenie USD.

Z krátkodobého hľadiska nie je pravdepodobné, že by **medzinárodné postavenie USD** bolo výrazne ohrozené. História ukazuje, že svetové rezervné meny vykazujú zotrvačnosť; ich vzostup sa často zhoduje so vzostupom ich emitujúcich mocností, ale nemusí nevyhnutne nasledovať ich úpadok. Aj keď Pax Americana končí, USA budú naďalej vedúcou globálnou mocnosťou, pričom USD si udrží nadvládu v medzinárodnom menovom systéme. Americký dolár zostáva zďaleka najpoužívanejšou menou, pokiaľ ide o devízové rezervy, medzinárodné platby, svetový dlh a faktúry za zahraničný obchod. EUR tvorí približne 20 % svetových rezerv, zatiaľ čo CNY len 2 % (údaje SWIFT ukazujú, že len 2,2 % svetových platieb sa uskutočňuje v menovej sústave Čínskej ľudovej republiky).

GRAF 3.10: USD V SÚČASNOSTI NEMÁ KONKURENCIU



* Suma FX je 200 %.

Zdroj: Bloomberg, Bank for International Settlements, IMF, SWIFT a Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 2023 – 2024

To, že Peking udržiava prísne kapitálové kontroly nad CNY, ktorý nie je plne konvertibilný, podkopáva medzinárodné ambície tejto meny. V nedávnej správe Carnegieho nadácie pre medzinárodný mier sa uvádza, že hoci sa Čína usiluje o internacionalizáciu čínskeho jüanu, nemá ambíciu nahradiť ním americký dolár, čo by si vyžadovalo zásadnú transformáciu jej hospodárskeho modelu vrátane prehlbenia finančného trhu, liberalizácie kapitálového účtu, plávajúceho výmenného kurzu a zníženia štátnych zásahov. Okrem toho by Čína musela dosiahnuť výrazný deficit bežného účtu a znížiť súkromné úspory, aby mohla globálne dodávať svoju menu. Hoci sa čínske vedenie usiluje o prechod od modelu založeného na investíciách k modelu zameranému na súkromnú spotrebu, takýto prechod si vyžiada čas.

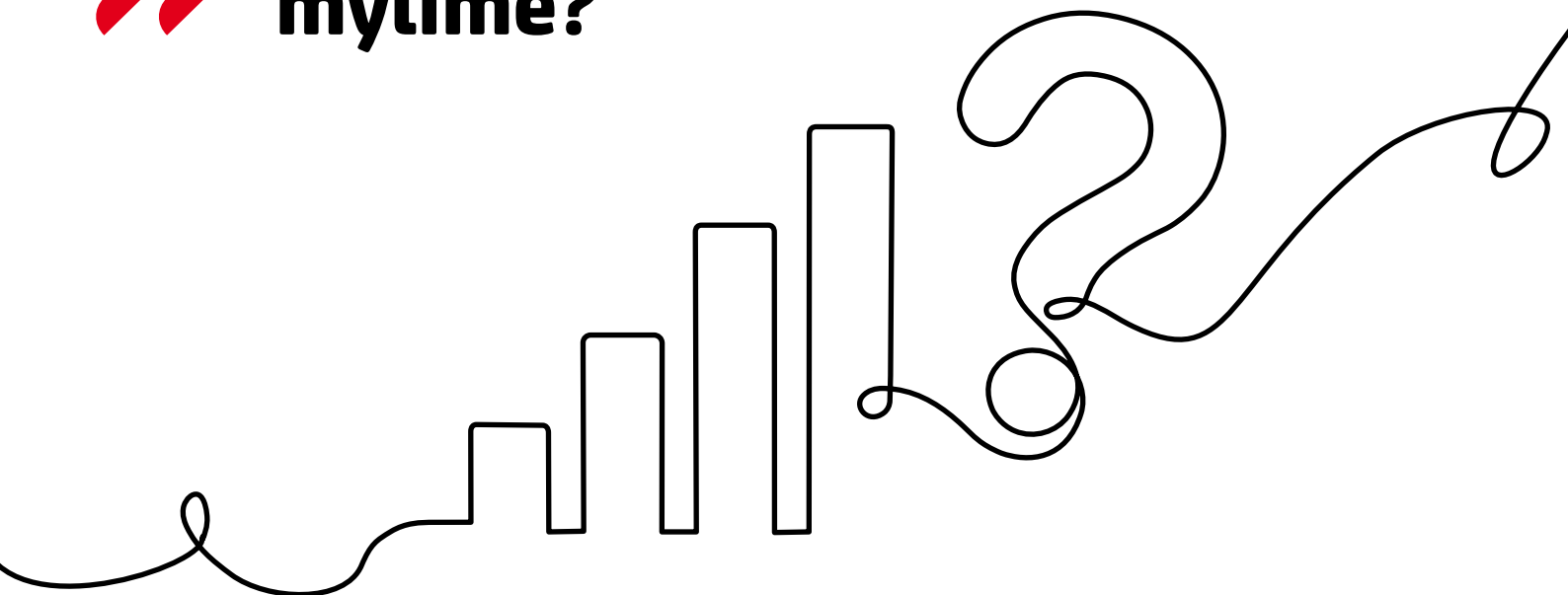
V relatívne dlhodobom horizonte by prípadný vzostup CNY pravdepodobne viedol k vytvoreniu **multipolárneho medzinárodného menového systému** a nie ku globálnej hegemonii. V tejto situácii by EUR a CNY mohli pôsobiť ako regionálne kotvy v Európe a Ázii a predstavovať prostriedok diverzifikácie od USD.

Okrem geopolitických faktorov by dominanciu USD mohli oslabiť aj ďalšie faktory. **Inovácie** v oblasti platobných technológií a zúčtovania by mohli znížiť používanie USD ako tretej „nosnej meny“. Digitálne meny centrálnych bánk by tiež mohli znížiť úlohu USD ako „tretieho partnera“ skrátením času vyrovnania a integráciou správ a platieb. Okrem toho by **uvoľnená fiškálna politika** v USA mohla prinútiť ratingové agentúry znížiť úverový rating krajiny, čo by oslabilo dôveru investorov v zelenú bankovku.





Čo ak sa mýlime?



AUTORI

Edoardo Campanella

Gokce Celic

Eszter Gárgyánová

Mauro Giorgio Marrano

Michael Rottmann

Predpovedanie je v konečnom dôsledku pravdepodobnostné, ale náš základný scenár môže ovplyvniť mnoho faktorov. V nasledujúcom texte sa zameriame na dva rizikové faktory, ktoré nás najviac znepokojujú: prudké zhoršenie geopolitického prostredia a viac jastrabí Fed. Preskúmame ich makroekonomické aj trhové dôsledky.

Čo ak „os otrasov“ posilní?

Geopolitické riziko je od pandémie Covid najnebezpečnejším faktorom pre svetové hospodárstvo. V našom základnom scenári predpokladáme eskaláciu napätia medzi Západom a Čínou a určité riešenie konfliktov na Ukrajine a Blízkom východe prostredníctvom zásahu Trumpovej administratívy – potenciálne s trpkými dôsledkami pre Ukrajincov aj Palestínčanov. Najväčšie obavy nám však spôsobuje to, ako by sa mohla v budúcnosti vyvíjať takzvaná „os otrasov“, čo je výraz, ktorý sa objavil v článku v časopise *Foreign Affairs*. Táto os zahŕňa štyri štáty – **Irán, Severnú Kóreu, Rusko a Čínu** – ktoré sa zhodujú v spoločnom ciele zvrhnúť princípy, pravidlá a inštitúcie, ktoré sú základom západného liberálneho poriadku. Hoci tieto štáty netvorí formálny blok, čoraz viac koordinujú svoje hospodárske, vojenské a diplomatické úsilie s cieľom minimalizovať vplyv nástrojov západnej zahraničnej politiky.

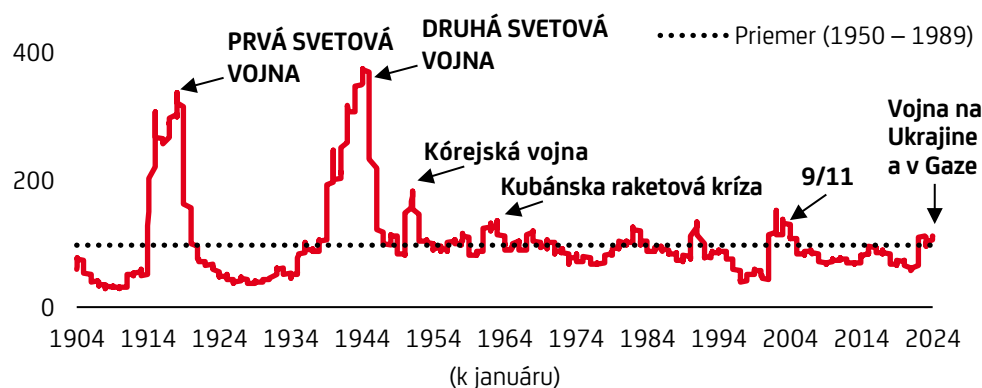
Bezprostredne pred vypuknutím vojny na Ukrajine v roku 2022 Čína a Rusko oznámili partnerstvo „bez obmedzení“ a Peking odvtedy poskytuje Moskve hospodársku podporu, nakupuje sankcionovanú ropu a zároveň čoraz viac dodáva komponenty s dvojakým použitím, na ktoré sa vzťahujú západné kontroly vývozu. Irán podporuje ruskú vojnu na Ukrajine poskytovaním technológií pre drony, zatiaľ čo Severná Kórea poslala Rusku balistické rakety a vojakov na podporu konfliktu na Ukrajine. Pokiaľ ide o ďalšie bilaterálne interakcie, Čína je tiež kľúčovým dovozcom iránskej ropy, na ktorú sa vzťahujú sankcie a Moskva je v súčasnosti najväčším zdrojom zahraničných investícií v Iráne. Okrem toho Čína, Irán a Rusko v posledných troch rokoch uskutočnili spoločné námorné cvičenia. A tým sa zoznam príkladov spolupráce nekončí.

Čo sa môže stať budúci rok? Existuje riziko, že rozsah a záber spolupráce medzi týmito štyrmi aktérmi sa zintenzívni. Spolupráca medzi týmito krajinami bola doteraz väčšinou bilaterálna. **Trojstranné a štvorstranné opatrenia** by mohli zvýšiť ich záškodnícku schopnosť. Najviditeľnejšie dôsledky takto posilnenej osi by sa mohli prejavovať v existujúcich konfliktoch. Vojna na Ukrajine by sa mohla predĺžiť a Rusko by mohlo získať ďalšie územie. Irán by mohol agresívnejšie reagovať na pravdepodobné útoky Izraela a vojna na Blízkom východe by sa mohla stať viac regionálnou, čo by mohlo viesť k prerušeniu dodávok ropy a skvapalneného zemného plynu. Neočakávame, že by sa Čína priamo zapojila do niektorého z týchto konfliktov, ale myslíme si, že by ich mohla organizovať zo zákulisia, najmä ak sa po znovuzvolení D. Trumpa zvýši napätie vo vzťahoch so Západom. Výsledok týchto konfliktov môže mať v konečnom dôsledku vážne dôsledky aj na budúce postavenie Taiwanu.

To však neznamená, že medzi Západom a touto osou dôjde k rozsiahlemu konfliktu. Hlavné riziko spočíva v tom, že čím viac budú tieto revizionistické mocnosti spochybňovať západný liberálny poriadok, tým viac trhlín sa objaví v medzinárodnom systéme, čím sa zvýši pravdepodobnosť **druhej studenej vojny** so vznikom odlišných hospodárskych a ideologických blokov. Z grafu 4.1 vyplýva, že geopolitické napätie je už teraz nad priemerom studenej vojny. MMF odhaduje, že obchod medzi ekonomikami v politicky vzdialených blokoch klesol viac ako obchod medzi ekonomikami v rámci blokov. Priame zahraničné investície sa tiež fragmentujú podľa geopolitických línií a dodávateľské reťazce sa predlžujú.

GRAF 4.1: GEOPOLITICKÉ NAPÄTIE NAD PRIEMEROM STUDENEJ VOJNY

INDEX GEOPOLITICKÉHO RIZIKA (12M – MA)



Zdroj: Matteo Iacoviello, Investičná stratégia skupiny UniCredit

Posilnená „os otrasov“ by tieto trhliny ešte viac prehĺbila, čím by sa narušili výhody efektívnosti a úspory z rozsahu, ktoré vznikli vďaka špecializácii obchodu, a zvýšili by sa ceny pre spotrebiteľov. MMF odhaduje, že v situácii, keď vzniknú dva exkluzívne geopolitické bloky, jeden sústredený okolo USA a Európy a druhý okolo Číny a Ruska, dôjde k dlhodobému zníženiu reálneho HDP o približne 2,5 % a krátkodobému zníženiu o približne 5 % v celosvetovom meradle. Samozrejme, je nepravdepodobné, že by zhoršenie diplomatických vzťahov nastalo dostatočne rýchlo na to, aby v roku 2025 spôsobilo takúto stratu, ale mohlo by dôjsť k urýchleniu procesu fragmentácie.

Dôsledkom pre finančné trhy by bola **väčšia volatilita** a pravdepodobne aj vyššie úrokové sadzby, keďže ponukové šoky by mohli zvýšiť infláciu napriek slabším vyhladkam rastu v podmienkach menej efektívnej špecializácie obchodu, dlhších hodnotových reťazcov a stlačenia ponuky. Tradičné bezpečné aktíva, ako sú zlato a americký dolár, by v takomto prostredí pravdepodobne dosahovali dobré výsledky, zatiaľ čo aktíva rozvíjajúcich sa trhov by mohli byť vystavené vyššej volatilita a zraniteľnosti voči náhlym zmenám v rovnováhe rizík. Okrem nepriaznivého vplyvu deglobalizácie na vyhladky globálneho rastu by na spotrebiteľskú dôveru z dlhodobého hľadiska mohli vplývať aj vyššia inflácia a zvýšené hodnotenie geopolitických rizík, najmä vo vyspelých ekonomikách so starnúcou populáciou.

Čo ak Fed zvýši sadzbu?

V našom základnom scenári očakávame, že Fed v 1. polroku 25 zníži cieľové pásmo Fed fondov o ďalších 50 bázičných bodov na 3,75 – 4,00 % a na tejto úrovni ho udrží do roku 2026. V našom rizikovom scenári predpokladáme, že úrokové sadzby sa od 2. polroka 2025 opäť zvýšia. Mohli by k tomu prispieť **väčšie fiškálne stimuly** zo strany Trumpovej administratívy, pravdepodobne vo výške približne 5 % HDP v porovnaní s 2 % v našom základnom scenári, ktoré by mali byť oznámené začiatkom 2. polroka 2025 a formálne schválené Kongresom na jeseň. Opatrenia by mohli zahŕňať väčšie zníženie daní, než sa v súčasnosti predpokladá, napríklad rozsiahlejšie zníženie dane z príjmu právnických osôb, nižšiu daň z kapitálových výnosov a zvýšenie limitov daňových odpočtov. Takéto dodatočné stimuly by mohli zvýšiť úroveň reálneho HDP kumulatívne o približne 1,5 % počas dvoch rokov a zvýšiť infláciu približne o 0,3 – 0,4 percentuálneho bodu v každom roku. Keďže by to zvýšilo rast aj infláciu a rast by bol nad trendom, Fed to nebude ignorovať. Keďže tento stimul bude oznámený až v 2. polroku 2025, držíme sa nášho odhadu zníženia cieľového pásma Fed fondov o 50 bp na 3,75 – 4,00 % v 1. polroku 2025. Keďže táto úroveň nie je veľmi reštriktívna, Fed by potom pravdepodobne musel sadzby zvýšiť, pravdepodobne o 100 – 150 bázičných bodov. V kontexte vyšších cieľ by vyšší rast v USA pravdepodobne nemal výraznejšie vedľajšie účinky na eurozónu. Preto naďalej predpokladáme, že ECB bude pokračovať v znižovaní úrokových sadzieb, ale pravdepodobne o niečo menej, na 2,00 %, aby zohľadnila pravdepodobné oslabenie eura.

Čo čaká aktíva USA podľa tohto scenára? Vzhľadom na infláciu, ktorá je trvalo nad cieľovou hodnotou, ešte vyšší rast, než predpokladáme v našom základnom scenári, a pravdepodobné sprísnenie podmienok zo strany Fed by mohlo dôjsť k **výraznej zmene v oblasti sadzieb**. To by posunulo dlhodobé výnosy na nové viacročné maximá. V takejto situácii sa prekroenie 10-ročného výnosu UST na úrovni 5 %, čo je vrchol zaznamenaný v roku 2023, stáva veľmi pravdepodobným. Očakávaný výhľad dlhodobej kľúčovej sadzby (červená čiara v grafe 4.2), ktorá je v súčasnosti na úrovni približne 4,15 %, by mohol ľahko vzrásť k 4,5 % a pretrvávajúce rozpočtové deficity, ktoré by podnecovali obavy o udržateľnosť dlhu USA, by pravdepodobne zvýšili aj termínované výnosy (dodatočný výnos, ktorý investori požadujú oproti bezrizikovej sadzbe za držbu dlhších splatností). Podľa odhadov Fed je v súčasnosti termínová prémie pri splatnosti 10-ročných dlhopisov na úrovni 0,30 % (sivá čiara v grafe 4.2).

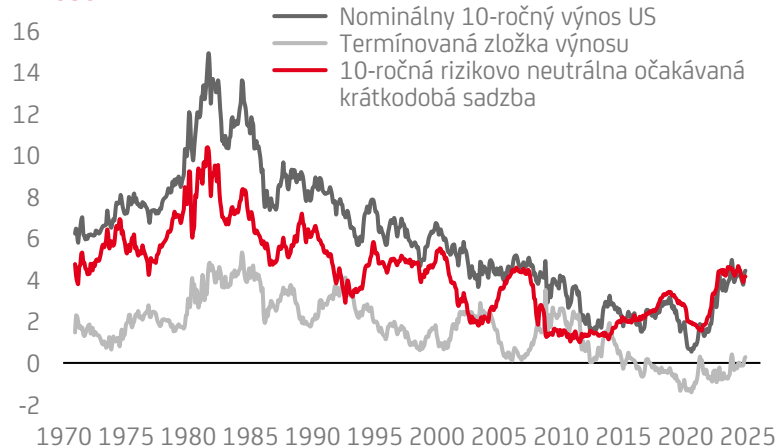
Hoci sme ďaleko od čias 70. a začiatku 80. rokov, keď strážcovia dlhopisov vytlačili termínovanú prémii až na 5,3 % v dôsledku vysokej inflácie a rastúcich deficitov, netreba mať ultralibertársky pohľad na vec, aby sme si vedeli predstaviť zvýšenie termínovanej premie aspoň na 1 %. Tým by sa 10-ročný výnos US dostal na úroveň 5,5 %, pričom riziko by bolo vychýlené smerom k ešte vyšším termínovaným výnosom. Výnos 6 % na **10-ročných UST** sa už nezdá byť nereálny. Dlhšie obdobia vysokých sadzieb by tiež mohli mať vplyv na akcie, čím by sa riziková prémie za akcie stala oveľa menej atraktívnou. **Zlatu** by sa mohlo dariť relatívne dobre, podporila by ho vysoká inflácia a najmä pretrvávajúce obavy z potenciálnej monetizácie dlhu. Medzitým by sa mohol posilniť **americký dolár**, podporovaný zväčšujúcim sa výnosovým rozpätím medzi USA a ostatnými ekonomikami. Ak sa však objavia obavy o udržateľnosť dlhu, americký dolár môže stratiť časť svojej príťažlivosti. Navyše, ak sa priblížime k symbolickej parite výmenného kurzu eura voči doláru, korporátna Amerika sa pravdepodobne bude brániť a pán Trump sa môže pokúsiť o **zníženie kurzu dolára**.

Celkovo možno povedať, že existuje mnoho pohyblivých prvkov, ktoré spôsobujú, že vyhliadky finančného trhu na rok 2025 nie sú také ružové ako v posledných dvoch rokoch. V extrémnom scenári, akým bol scenár z roku 2022, toto nastavenie rizík naznačuje, že okrem nástrojov peňažného trhu, cenných papierov s pohyblivou úrokovou sadzbou a zlata – ktoré skončilo rok 2022 v podstate bez zmeny, zatiaľ čo väčšina hlavných dlhopisových a akciových trhov zaznamenala dvojciferné straty – sa niet kam ukryť.

Aké ďalšie fiškálne opatrenia by sa mohli zaviesť?



GRAF 4.2: RIZIKO JE VYCHÝLENÉ SMEROM K VYŠŠÍM TERMÍNOVANÝM VÝNOSOM

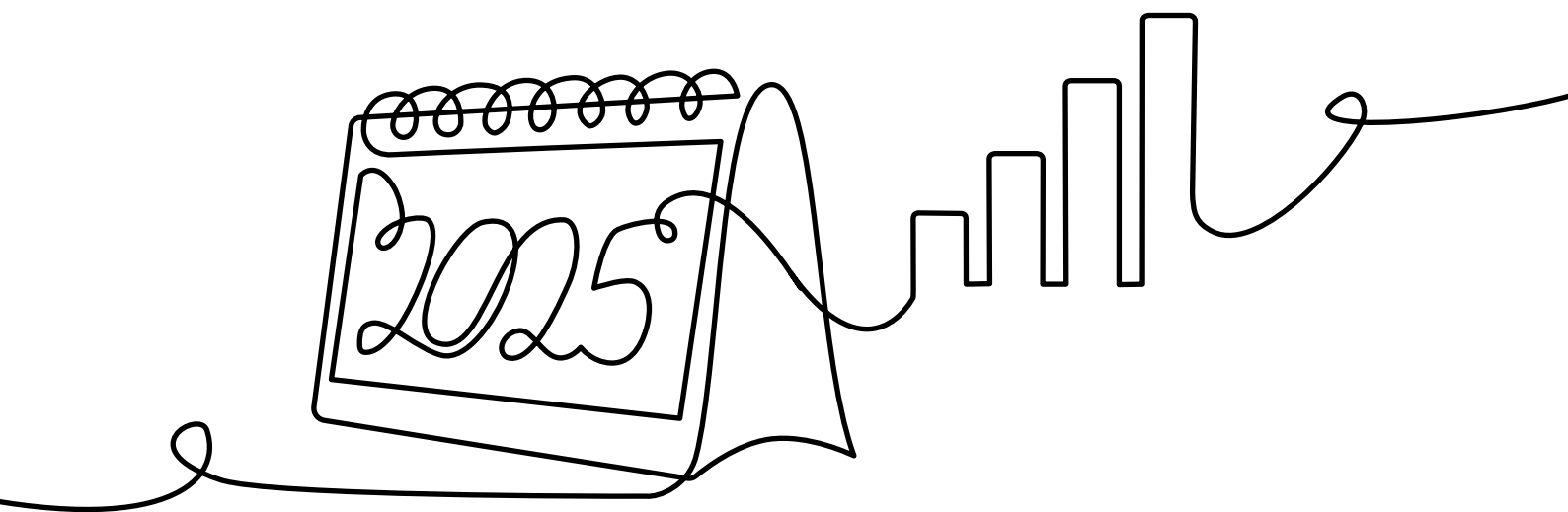


Poznámka: Časové rady podľa modelu bezarbitrážnej časovej štruktúry, ktorý vypracovali ekonómovia newyorského Fed Tobias Adrian, Richard Crump a Emanuel Moench.

Zdroj: Bloomberg, Investičná stratégia skupiny UniCredit; sledované obdobie: 15. november 2024



Top príbehy roka 2025



EDITORI

Tullia Buccová
Andreas Rees
Christian Stocker

AUTORI

Tullia Buccová
Luca Cazzulani
Loredana Federicová
Eszter Gárgyánová
Andreas Rees
Jonathan Schroer
Christian Stocker
Michael Teig

1 Voľnejšia fiškálna politika v USA a eurozóny – prečo je to dôležité pre trhy

2 Európsky automobilový sektor je pod tlakom Číny, ale preteky sa ešte len začali

3 Neexistuje žiadna bublina AI

1 Voľnejšia fiškálna politika v USA a eurozóne – prečo je to dôležité pre trhy

Fiškálna politika bude pravdepodobne čoraz viac zvyrazňovať postpandemické rozdiely medzi USA a eurozónou. V USA pomer verejného dlhu k HDP vzrástol na rekordne vysokú úroveň, zatiaľ čo v eurozóne mierne klesol, pričom zostáva blízko svojej priemernej úrovne od globálnej finančnej krízy.

Podľa Výboru pre zodpovedný federálny rozpočet (CRFB) sa predpokladá, že Trumpove fiškálne záväzky budú v USA stáť **viac ako 9 biliónov USD** počas nasledujúcich desiatich rokov (bez vplyvu vyšších colných príjmov). Patrí sem aj predĺženie platnosti zníženia daní fyzických osôb, ktoré bolo prijaté v zákone o znížení daní a zamestnanosti z roku 2017 (v hodnote približne 4 – 5 biliónov USD) a ktoré sa má skončiť na konci roka 2025. Vzhľadom na to, že toto rozšírenie už bolo súčasťou nášho predchádzajúceho základného scenára, dodatočné fiškálne stimuly by tak predstavovali približne 4 – 5 biliónov USD alebo približne 1,5 – 2,0 % HDP USA ročne, čo znamená silnú a dlhotrvajúcu expanziu fiškálnej politiky v nasledujúcom desaťročí.

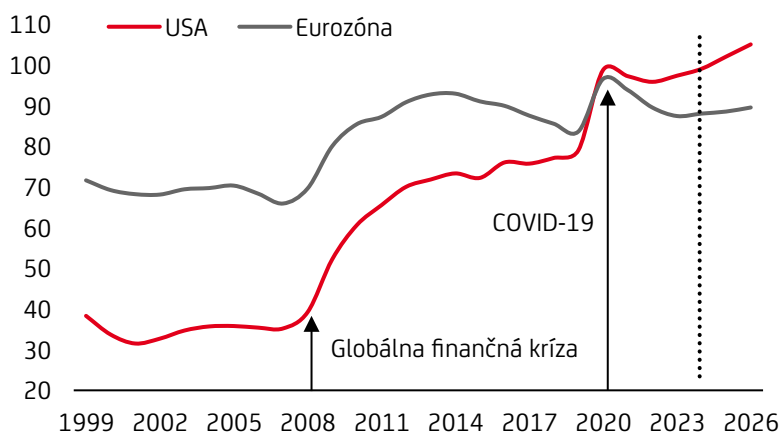
Eurozónu pravdepodobne čaká od budúceho roka zmena paradigmy vo fiškálnej politike, keďže rok 2025 bude prvým rokom, keď začne platiť **nový európsky rámec správy ekonomických záležitostí**. To znamená, že v prípade vysoko zadlžených krajín si nové fiškálne pravidlá budú vyžadovať dlhodobé fiškálne úpravy, aby sa pomer dlhu k HDP začal udržateľne znižovať. Napríklad v Taliansku a Francúzsku, ktoré patria medzi najviac zadlžené veľké krajiny eurozóny, sa očakáva, že fiškálna konsolidácia v rokoch 2025 – 2031 dosiahne v priemere 0,5 percentuálneho bodu HDP a 0,7 percentuálneho bodu HDP. V eurozóne ako celku, kde približne polovica krajín má stále pomer verejného dlhu k HDP nižší ako

60 %, sa očakáva, že zmena štrukturálneho primárneho salda bude v priemere predstavovať približne 0,3 – 0,4 percentuálneho bodu HDP.

Tento rozdiel vo fiškálnej politike medzi USA a EÚ sa odráža v ich očakávaných budúcich trajektoriách dlhu. Očakáva sa, že pri nezmenených politikách sa verejný dlh do konca nasledujúceho desaťročia zvýši o približne 20 percentuálnych bodov HDP v USA a o menej ako 10 percentuálnych bodov v eurozóne. Podľa oznámených fiškálnych plánov sa tento rozdiel pravdepodobne výrazne prehĺbi. Podľa prognózy CRFB sa pomer dlhu USA k HDP môže do roku 2035 zvýšiť na viac ako 140 %, zatiaľ čo fiškálna úprava pravdepodobne prinesie mierny pokles pomeru dlhu eurozóny k HDP. To znamená, že ciele fiškálnej

a menovej politiky budú v eurozóne zosúladené, pretože sa budú vzájomne podporovať. Naopak, americká fiškálna politika bude pravdepodobne pôsobiť v rozpore so zámerom Fed posunúť úrokové sadzby na neutrálnejšiu úroveň.

GRAF 5.1: VEREJNÝ DLH USA NA REKORDNE VYSOKEJ ÚROVNI
VEREJNÝ DLH (% HDP)



Poznámka: Údaje CBO o verejnom dlhu sa vzťahujú len na hrubý federálny dlh v držbe verejnosti, bez dlhu vo federálnych trustových fondoch a na iných účtoch vlády.

Zdroj: Congressional Budget Office, Eurostat, Investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 1999 – 2026



R-star sa vzťahuje na reálnu úrokovú mieru, ktorá vyrovnáva dopyt po investíciách s dopytom po úsporách a nie je ani expanzívna, ani kontrakčná, keď je ekonomika plne zamestnaná. Preto sa R-star v čase mení a jeho hodnota sa môže v krátkodobom horizonte (v reakcii na šoky a hospodársky cyklus) líšiť od jej dlhodobej hodnoty.

AKÉ DÔSLEDKY BY TAKÉTO TRENDY VO FIŠKÁLNEJ POLITIKE MALI NA REÁLNU NEUTRÁLNU ÚROKOVÚ MIERU ALEBO R-STAR NA OBOCH STRANÁCH ATLANTIKU?

Aj medzi centrálnymi bankármi prevláda konsenzuálny názor, že globálny R-star sa mohol (alebo pravdepodobne môže) po pandémie a rusko-ukrajinskom konflikte mierne zvýšiť v dôsledku silných fiškálnych stimulov, investičných potrieb na ekologický prechod a obranu a rastúcej fragmentácie svetového hospodárstva. Politika pána Trumpa zameraná na dodatočné fiškálne stimuly (podpora investícií prostredníctvom silnejšieho agregátneho dopytu a zároveň zvýšenie emisie) spolu s geopolitickou neistotou a clami (ktoré by mohli znížiť globálnu nerovnováhu bežného účtu a bývalým predsedom FED Benom Bernankem definovaný „**globálny prebytok úspor**“ zahraničného dopytu po štátnych dlhopisoch, najmä z Číny) a dereguláciou bankového sektora (ktorá by mohla znížiť dopyt po bezpečných, likvidných aktívach) by mali tendenciu mierne zvýšiť R-star.

V eurozóne by perspektíva dlhotrvajúcej mierne reštriktívnej fiškálnej politiky mohla vyvinúť tlak na znížovanie R-star obmedzením agregátneho dopytu, čo by malo negatívny vplyv na investície. Očakávame však, že tento tlak bude do veľkej miery kompenzovaný rastúcim tlakom na členské štáty, najmä po víťazstve D. Trumpa v prezidentských voľbách, aby zvýšili verejné výdavky s cieľom účinne riešiť hospodárske a sociálne dôsledky pretrvávajúcich konfliktov, najnovších geopolitických zmien a straty konkurencieschopnosti priemyselného sektora eurozóny vo svete. Ako nedávno uviedol bývalý prezident ECB Mario Draghi, zachovanie súčasného stavu môže ohroziť schopnosť eurozóny zachovať svoj hospodársky a sociálno-ekonomický model z dlhodobého hľadiska. Hlavnou výzvou bude dosiahnutie konsenzu o vhodných nástrojoch na financovanie týchto strategických cieľov.

Držanie sa status quo môže ohroziť schopnosť eurozóny zachovať svoj hospodársky a sociálno-ekonomický model



Ak sa zameriame na horizont našej prognózy, dôsledky vyššieho R-star podporujú naše očakávania, že Fed prestane znižovať sadzby skôr, ako sme predtým predpokladali, a že sadzba federálnych fondov na úrovni 4 % bude pravdepodobne stále reštriktívna, ale nie veľmi (najmä ak sa inflačné očakávania posunú vyššie, čo by znížilo reálnu sadzbu federálnych fondov). Na druhej strane očakávame, že ECB sa bude držať svojho plánu relatívne skoro upustiť od reštriktívnej pozície a potom postupne zaujme mierne akomodačnú pozíciu. Krátkodobá divergencia R-star v USA a eurozóne môže byť časom spochybnená, pretože vysoko integrované finančné trhy znamenajú, že dlhodobý R-star by mohol byť skôr globálnym ako regionálnym konceptom.

Vysoké deficity v USA predstavujú pre trhy riziko **precenenia termínových prémie**, čo vedie k strmšej krivke. MMF odhaduje (Fiškálny monitor z apríla 2024), že zvýšenie primárneho deficitu USA o 1 pb povedie k zvýšeniu termínovej prémie o 11 pb. Ide pravdepodobne o dolnú hranicu vzhľadom na to, že investori sa pravdepodobne obávajú udržiateľnosti dlhu USA viac, než tomu bolo vo vzorke odhadov MMF, a podiel investorov necitlivých na cenu v UST vrátane správcov zahraničných rezerv a Fed klesol len na 35 %.

Jedným z faktorov, ktorý môže (čiastočne) kompenzovať rozdiel vo fiškálnych vyhlídkach USA a eurozóny, je skutočnosť, že sa očakáva, že Fed začiatkom budúceho roka prestane zmenšovať svoju bilanciu, zatiaľ čo ECB by mala tento proces zintenzívniť úplným zrušením svojho programu núdzových nákupov (PEPP). Celkovo však rôzne fiškálne vyhlídky a ich dôsledky pre R-star poukazujú na široké rozpätie výnosov, možno aj na dlhom konci. Okrem toho vidíme riziko **záchvatu volatility** v USA v porovnaní s eurozónou, keďže mechanizmus dlhového limitu v USA sa ukázal ako neúčinný pri obmedzovaní rastu dlhu, a preto úloha uvalenia finančnej disciplíny na vládu zostane na trhu.

Ďalšou otázkou je, či rozsiahla emisia ovplyvní len UST, alebo povedie aj k oslabeniu USD, aby sa investorom poskytla určitá kompenzácia rizika. Myslíme si, že výrazný pokles hodnoty USD je nepravdepodobný, pretože:

1. USD naďalej zohráva významnú úlohu v medzinárodnom obchode,
2. USD predstavuje viac ako 50 % devízových rezerv na celom svete,
3. úloha zahraničných investorov pri absorbovaní dlhu denominovaného v USD sa časom znížila a nahradili ich domáci investori.



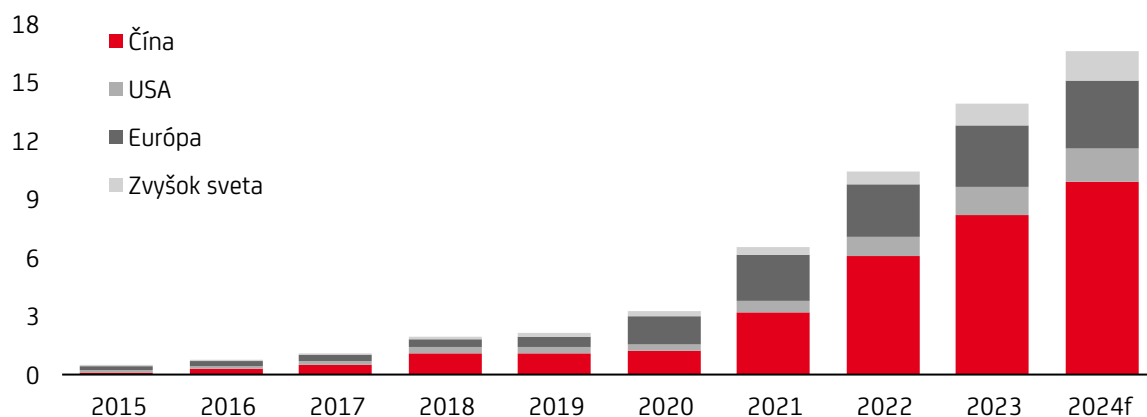
2 Európsky automobilový sektor je pod tlakom Číny, ale preteky sa ešte len začali

Globálny automobilový priemysel, ktorý je poháňaný rozsiahlymi technologickými zmenami, ako je prechod na ekologické technológie a rastúci význam konektivity, v súčasnosti prechádza najhlbšou transformáciou v histórii. **Celosvetový predaj elektrických vozidiel (EV)** v roku 2024 pravdepodobne prekročí 16 miliónov kusov, čo predstavuje nový rekord (pozri graf 5.2). Čínski výrobcovia automobilov sa dostali do čela predajom takmer 10 miliónov elektrických vozidiel, čo by predstavovalo celosvetový trhový podiel približne 60 %. Naopak, staršie automobilky v Európe strácajú pôdu pod nohami. Očakáva sa, že tento rok predajú len približne 3,5 milióna elektrických vozidiel, čo predstavuje približne 20 % celosvetového trhového podielu.

Očakávame, že európsky automobilový priemysel bude v rokoch 2025 – 2026 pokračovať, keďže čelí značným štrukturálnym výzvam. Platí to najmä pre **nemecké automobilky**. Medzi tieto výzvy patrí potreba znížiť výrobné náklady, keďže čínski výrobcovia profitujú z nižších nákladov na pracovnú silu, úspor z rozsahu a vládnych dotácií, nutnosť čiastočne sa odkloniť od drahého prémiového segmentu a ponúknuť cenovo dostupnejšie modely elektrických vozidiel, nutnosť dohnať zaostávanie v oblasti softvéru a konektivity a vyrovať sa s globálnou dominanciou čínskych výrobcov batérií. Okrem toho je pravdepodobné, že celosvetový posun smerom k zavádzaniu elektrických vozidiel bude vyvíjať tlak na dodávateľov automobilov v Nemecku a v strednej a východnej Európe, kde sa výrobcovia automobilov špecializujú na výrobu spaľovacích motorov (ICE). Podotýkame, že motory elektrických vozidiel vyžadujú len približne **20 súčiastok** v porovnaní s viac ako 2 000 súčiastkami, z ktorých sa skladajú vozidlá s pohonom na spaľovacie motory. Napokon, vyššie americké clá, najmä na autá, vzhľadom na zameranie zvoleného prezidenta Trumpa na nemecké autá, pravdepodobne utlmia pozitívny vplyv vyplývajúci z nižšej miery inflácie a ďalšieho znižovania sadzieb centrálnymi bankami.

GRAF 5.2: ČÍNSKI VÝROBCOVIA ÁUT V RÝCHLOM PRUHU

CELOSVETOVÝ PREDAJ OSOBNÝCH AUTOMOBILOV (V MIL.) PODĽA TRHU/REGIÓNU SÍDLA AUTOMOBILKY



Zdroj: BNEF, Bundesbank, Investičná stratégia skupiny UniCredit

Myslíme si však, že v rokoch 2025 – 2026 sa objaví aj **záblesk nádeje** pre európsky automobilový priemysel. Negatívny vplyv vyšších amerických ciel bude v prvom rade tlmený skutočnosťou, že mnohí nemeckí výrobcovia automobilov majú sídlo v USA a môžu tam priamo vyrábať a predávať svoje výrobky (nemecké pobočky v USA nakupujú autá a automobilové súčiastky v hodnote približne 150 miliárd eur ročne v porovnaní s vývozom z Nemecka do USA v hodnote len 34 miliárd eur). Okrem toho by sa nemala podceňovať flexibilita korporátneho Nemecka so sociálnym partnerstvom medzi odbormi a zamestnávateľskými združeniami. V posledných desaťročiach sa krízové obdobia, ako



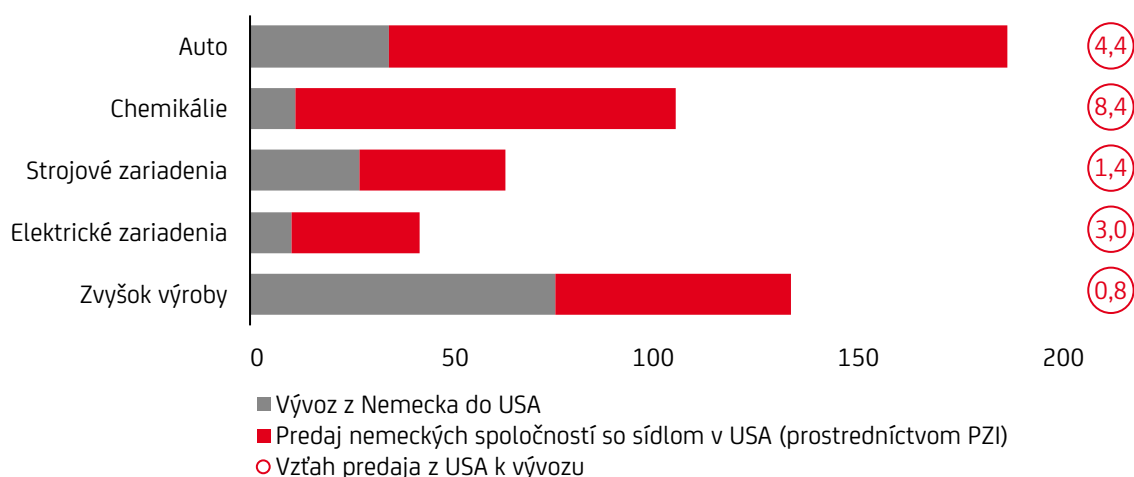
Flexibilita Korporátne Nemecko by sa nemalo podceňovať



napríklad obdobie po zjednotení Nemecka v 90. rokoch 20. storočia a svetová finančná kríza v rokoch 2008 – 2009, prekonávali kompromismi. Príkladom je zníženie nákladov na pracovnú silu výmenou za garancie pracovných miest a skrátenie pracovného času. Pozitívne je aj to, že nemeckí výrobcovia automobilov rýchlo dobehli v oblasti elektrických/hybridných pohonných technológií a medzičasom podali viac patentov ako ich konkurenti. Okrem toho nedávno zavedené clá EÚ na čínske značky pravdepodobne znížia cenový rozdiel medzi čínskymi elektrickými vozidlami a ich európskymi konkurentmi, hoci existuje riziko, že čínski politici by mohli podniknúť odvetné opatrenia a obmedziť predaj automobilov z EÚ v Číne. Hoci neočakávame žiadne zvýšenie ciel medzi EÚ a Čínou, čínske značky pravdepodobne zvýšia miestnu výrobu v EÚ pre európske trhy, aby sa vyhli dovozným clám. Protekcionistické obchodné opatrenia EÚ môžu tiež podporiť presun automobilovej výroby na iné trhy, čo by mohlo byť obzvlášť dôležité pre ekonomiky strednej a východnej Európy, keďže ich cieľom je prilákať priame zahraničné investície prostredníctvom nižších nákladov práce a daní z príjmu právnických osôb.

Po roku 2025 – 2026 je náš dlhodobý výhľad pre európskych výrobcov automobilov konštruktívny. Hoci čínske značky majú v súčasnosti silnú konkurenčnú výhodu, čelia aj problémom, ako je napríklad značná nadbytočná kapacita výrobných zariadení. Koordinované politiky na úrovni EÚ podporujúce automatizáciu práce a rozvoj nabíjacej infraštruktúry môžu tiež pomôcť zmierniť obmedzenia ponuky a dopytu. Napokon, **technologické preteky** na globálnom automobilovom trhu sa ešte zďaleka neskonzolidovali, ale sotva sa začali. Nové masívne technologické zmeny ešte len prídu a rozhodnú o víťazoch a porazených. Príkladom je rýchly vývoj technológie batérií a zvyšovanie dojazdu, pokrok v oblasti konektivity, internetu vecí (IoT) a umelej inteligencie (AI), nárast počtu autonómnych vozidiel a ešte väčšie úsilie o dosiahnutie udržateľnosti zvyšovaním životnosti automobilových súčiastok.

GRAF 5.3: PREDAJ ÁUT V USA PREVÝŠUJE VÝVOZ Z NEMECKA
V MLD. EUR (2022; POSLEDNÉ DOSTUPNÉ ÚDAJE)



Zdroj: BNEF, Bundesbank, Investičná stratégia skupiny UniCredit



3 Neexistuje žiadna bublina AI

Vzostup ChatGPT v novembri 2022 bol prejavom obrovského potenciálu umelej inteligencie. V posledných rokoch došlo k rýchlemu rozvoju nových aplikácií umelej inteligencie (v takých rôznych oblastiach, ako je marketing, farmaceutický priemysel, zdravotníctvo, riadenie rizík a vývoj produktov a služieb) a k masívnym súkromným investíciám do umelej inteligencie, ktoré v rokoch 2021 až 2023 dosiahli v priemere 110 miliárd USD ročne vrátane najmä rýchleho rastu generatívnej umelej inteligencie.

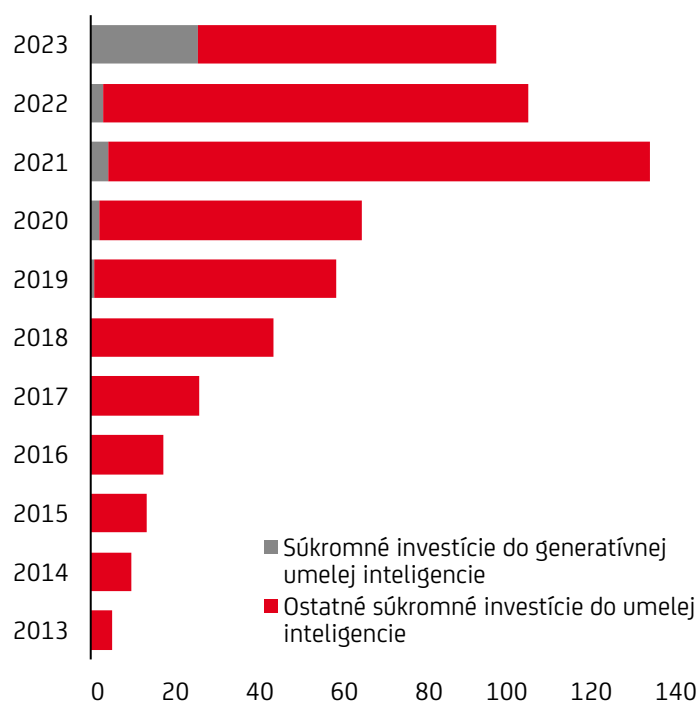
Veľké mílniky technologických inovácií, ktoré vedú k výrobným metódam dostatočne dôležitým na to, aby mali dlhodobý celkový vplyv, sa nazývajú **technologické všeobecného použitia**. V minulosti viedol vznik nových technológií všeobecného použitia, ako napríklad zavedenie elektriny v 20. rokoch 20. storočia alebo informačných technológií v 90. rokoch 20. storočia, najprv k zvýšeniu investícií o 3 – 4 % HDP, pričom produktivita práce sa zvýšila o päť alebo šesť rokov neskôr. História tiež naznačuje, že s vývojom nových technológií sa tieto technológie zdokonaľujú a stávajú sa menej nákladnými. Napríklad v prípade umelej inteligencie by sa súčasné vysoké energetické nároky mohli znížiť vďaka technologickému pokroku.

V posledných mesiacoch narastajú obavy, že výdavky na investície do umelej inteligencie prekročia výnosy pre vývojárov modelov umelej inteligencie aj pre používateľov, čím sa obmedzí budúci potenciál akcií s umelou inteligenciou. Myslíme si, že takéto obavy nie sú opodstatnené, keďže rastúci dopyt po produktoch generatívnej umelej inteligencie sa zdá byť neobmedzený a veľké americké spoločnosti

ako Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta Platforms a Nvidia budú patriť medzi najväčších príjemcov, keďže podniky presúvajú viac úloh do cloudu.

Na lepšiu vizualizáciu výrazného vývoja veľkých spoločností s umelou inteligenciou sme vytvorili **index AI s veľkou kapitalizáciou**, ktorý obsahuje vyššie uvedené spoločnosti vážené podľa ich trhovej kapitalizácie. Vývoj indexu ukazuje, že základná história ziskov veľkých spoločností s umelou inteligenciou je neporušená. Od roku 2018 vzrástol index o 375 % a zisky založené na 12-mesačnom forwardovom zisku na akciu sa zvýšili o 350 % (v porovnaní s 80 % v prípade indexu S&P 500), pričom podľa odhadov sa v nasledujúcich 12 mesiacoch zvýšia o ďalších 45 %. Päť spoločností dosiahlo v 3. štvrtroku 2024 súhrnný čistý príjem približne 100 mld. Tieto čísla určite ospravedlňujú súčasný pomer P/E 27 pre náš index AI a zdôrazňujú obrovský rozdiel oproti predchádzajúcim bublinám, ako napríklad bubline dotcom zo začiatku nultých rokov, keď sa najväčší technologickí lídri v tom čase obchodovali s takmer dvojnásobne vyšším pomerom P/E 52, alebo japonskej finančnej

GRAF 5.4: SÚKROMNÉ INVESTÍCIE DO UMELEJ INTELEGENCIE V MLD. USD

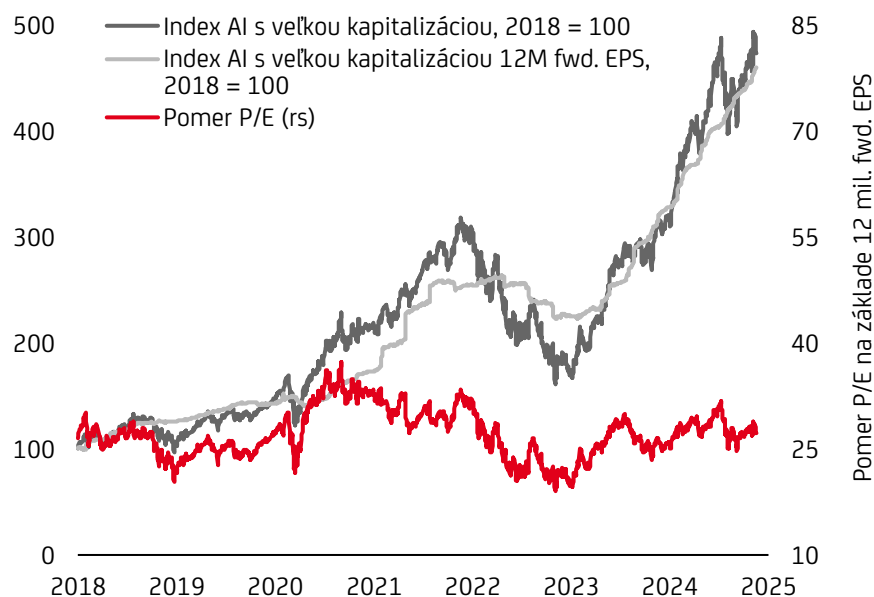


Zdroj: Správa Stanfordskej univerzity o indexe umelej inteligencie 2024

nej bubline z roku 1989, keď priemerný pomer P/E dosiahol maximum 67. Za zmienku stojí aj to, že niektoré zo spoločností, ktoré v súčasnosti dominujú v ére umelej inteligencie, sú nezvyčajne tým, že patrili aj medzi špičkové spoločnosti v poslednej technologickej vlne, bubline dotcom. Vďaka svojmu rozsahu a **vysokej ziskovosti** majú jedinečnú pozíciu na vývoj nových a investične náročných technológií súvisiacich s umelou inteligenciou. Hoci však ocenenia v súčasnosti nie sú nadmerné, majú



GRAF 5.5: AI INDEX S VEĽKOU KAPITALIZÁCIOU JE DOBRE PODPOROVANÝ ZÁKLADNÝM RASTOM ZISKOV



Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

potenciál zvýšiť volatilitu, ktorá ovplyvňuje aj celkový trh vzhľadom na vysokú koncentráciu trhu v tomto segmente.

Jednou z prekážok rastu ziskov súvisiacich s umelou inteligenciou bude čoraz viac jej **dopyt po už aj tak obmedzených zdrojoch**. Hlavným obmedzením sú energetické nároky umelej inteligencie. Americké energetické spoločnosti už teraz zápasia s nárastom spotreby energie potrebnej na prevádzku programov a dátových centier umelej inteligencie, ktoré budú podľa Medzinárodnej energetickej agentúry do roku 2026 predstavovať 5 až 6 % celkovej výroby energie v USA a Európe, pričom v roku 2022 to boli takmer 4 %. Rozvoj umelej inteligencie zaťažuje aj niektoré regionálne zásoby vody pre chladiace zariadenia a očakáva sa, že povedie k nárastu elektronického odpadu. To vedie k zhoršeniu profilov ESG priekopníkov v tejto oblasti, čo by mohlo v budúcnosti viesť k negatívnym dôsledkom zo strany regulačných orgánov a investorov. Spoločenské a klimatické obavy by tiež mohli spôsobiť, že používatelia nakoniec obme-

dzia používanie aplikácií umelej inteligencie a následne spochybnia optimistickejšie prognózy rastu.

Vzhľadom na kľúčový význam polovodičov pri vývoji umelej inteligencie by mohol byť nejednoznačný postoj novozvoleného prezidenta Trumpa k obrane **politického postavenia Taiwanu** zdrojom volatility pre akcie technologických spoločností – podobne ako v lete minulého roka, keď bagatelizoval strategický význam ostrova slovami: „Taiwan je od USA vzdialený 9 500 míľ. Od Číny je vzdialený 68 míľ.“ Týchto niekoľko slov stačilo na spustenie výrazného výpredaja akcií výrobcov čipov.

Ďalšou prekážkou rastu technológie umelej inteligencie by mohlo byť jej **všeobecné prijatie** spoločnosťou, najmä pokiaľ ide o jej potenciálnu hrozbu pre pracovné miesta. Politici budú pozorne sledovať vývoj a vplyv umelej inteligencie a pri zvažovaní budúcej regulácie umelej inteligencie budú hodnotiť príležitosti aj hrozby. Keďže technologický pokrok v oblasti generatívnej umelej inteligencie a jej používania je veľmi čerstvý, zistenia na mikroúrovni alebo na úrovni odvetvia zachytávajú najmä vplyv na prvých používateľov a tých, ktorí pracujú na špecializovaných úlohách, a pravdepodobne naznačujú krátkodobé účinky. Dlhodobý vplyv umelej inteligencie na rast produktivity na makroúrovni bude závisieť od rozsahu jej využívania a jej úspešnej integrácie do podnikových procesov. Nemyslíme si, že k významnému širšiemu prijatiu umelej inteligencie netechnologickými spoločnosťami dôjde v krátkodobom horizonte, ale skôr v horizonte piatich až desiatich rokov. Viacerí ekonómovia pochybujú o dlhodobom pozitívnom vplyve na produktivitu, pretože sú skeptickí, do akej miery bude automatizácia práce nákladovo efektívna.

Na umelú
inteligenciu máme
optimistickejší názor



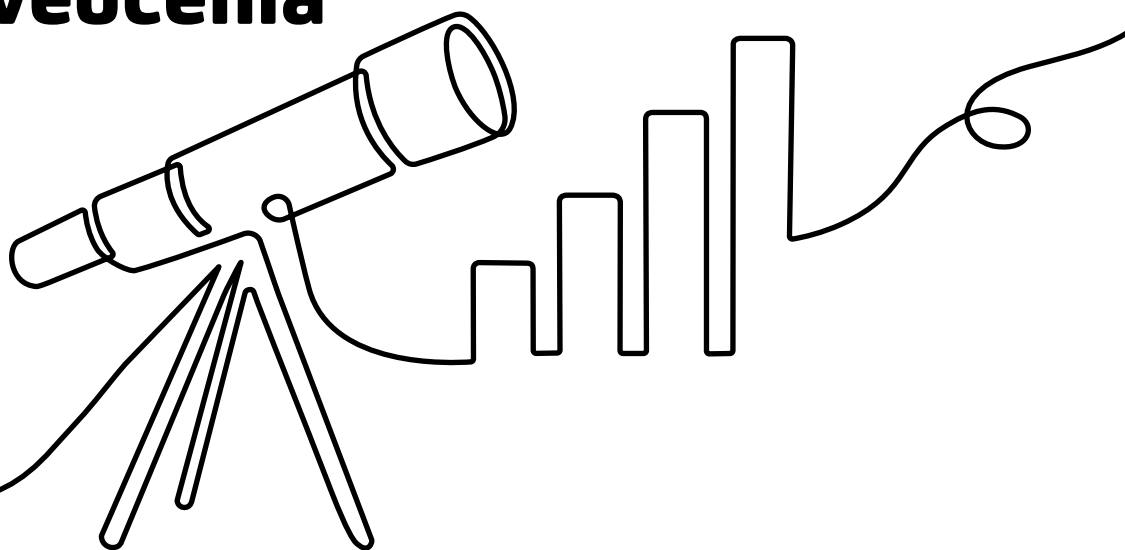
Máme skôr optimistický názor a myslíme si, že umelá inteligencia je transformačná technológia so širokým spektrom aplikácií a schopnosťou čoraz viac zrýchľovať príjmy spoločností pôsobiacich v tejto oblasti. Zvýši predovšetkým efektívnosť existujúcich pracovných procesov pomocou automatizácie úloh alebo zvýšenia produktivity pracovníkov, ktorí tieto úlohy vykonávajú.

To má potenciál zvýšiť efektívnosť a ziskovosť podnikov, čo v nasledujúcom desaťročí povedie k ďalšiemu rastu výnosov na širšom akciovom trhu. Podľa nášho názoru tento technologický makrotrend zdôvodňuje súčasné ocenenie spoločností s umelou inteligenciou. S vývojom technológie sa však budú v tomto odvetví určovať aj víťazi a porazení – a dnešní lídri (najmä v oblasti polovodičového hardvéru) nemusia byť lídrami budúcnosti.





Investičné presvedčenia



EDITORI

Tobias Keller

Elia Lattuga

AUTORI

Alessandro Caviglia
(CIO, Taliansko)

Philip Gisdakis
(CIO, Nemecko)

Oliver Prinz
(CIO, Rakúsko)

Tobias Keller

Elia Lattuga

Pohľad CIO

Každý hospodársky cyklus je iný, ale určité vzorce sa v priebehu času opakujú. Vzhľadom na to, že veľká časť ekonomiky stále vykazuje charakteristiky neskorého cyklu, napríklad reštriktívna menová politika a napäté trhy práce, tradičný štvorfázový hospodársky cyklus by naznačoval, že bude nasledovať recesia. Širší ekonomický obraz však podporuje náš názor, že globálna ekonomika v roku 2025 mierne porastie a od roku 2026 začne zrýchľovať, pričom sa zvýšia zisky podnikov, zvýši sa dopyt po úveroch a menová politika sa posunie do neutrálnej oblasti.

Z historického hľadiska viedlo takéto prostredie mierneho rastu, zmierňovania inflácie a poklesu sadzieb, najmä ak bolo sprevádzané dynamickými technologickými inováciami, zvyčajne k pozitívnej výkonnosti akciových trhov a všeobecne priaznivým podmienkam pre dlhopisy. Preto je náš výhľad na rok 2025 opatrne optimistický. Zdá sa, že opatrnosť je opodstatnená, pretože rôzne prvky vrátane štrukturálnych zmien v hospodárstve a pretrvávajúcich vonkajších faktorov spôsobujú, že vyhliadky trhu sú menej isté.

Hoci potenciálny výnos z hotovostných vkladov by mal s poklesom úrokových sadzieb klesať, hospodársky cyklus nás nabáda, aby sme pri alokácii investícií zostali selektívni a obozretní a sledovali stratégie, ktoré môžu zvýšiť odolnosť portfólia opatrným uprednostňovaním aktív s vynikajúcou kvalitou a likviditou vo všetkých triedach aktív. Sme však pripravení využiť aj vybrané príležitosti, ktoré sa objavujú, keď volatilita trhu vedie k oceneniu, ktoré prevyšuje alebo nezodpovedá základom.

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 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)



Naše názory na hlavné triedy aktív



GLOBALNE AKCIE

Očakáva sa, že makroekonomické prostredie bude v nasledujúcich štvrtrokoch pre rizikové aktíva naďalej priaznivé. Ustupujúce inflačné riziká umožňujú hlavným centrálnym bankám uvoľniť menovú politiku v kontexte mierneho globálneho hospodárskeho rastu. Zlepšený rast ziskov pripravuje pôdu pre atraktívne vyhliadky na výnosy globálnych akcií. Regionálna a sektorová citlivosť na potenciálne dôsledky politického a geopolitického vývoja by mohla zvýšiť volatilitu a vyžadovať určitú diferenciáciu investičných názorov v rámci triedy aktív. Neočakávame však, že by sa trh dostal pod trvalý tlak, a potvrdzujeme náš konštruktívny pohľad na globálne akcie.



AMERICKÉ AKCIE

Americká ekonomika sa v roku 2024 ukázala byť odolnejšia, než sa očakávalo, a pozitívna dynamika sa rozšíri aj do roku 2025, hoci základné faktory spotreby začnú slabnúť. Neočakávame prudký prepád, ale skôr slušný rast HDP v roku 2025 a opätovné zrýchlenie v roku 2026. Akcie v USA sa pravdepodobne môžu tešiť z vyhliadky na priaznivejšiu trhovú politiku a lepšiu rovnováhu medzi rizikom a výnosom v porovnaní s ostatnými regiónmi, ktoré sú relatívne viac vystavené geopolitickému napätiu a riziku ciel. Ocenenie akcií sa rozšírilo a pravdepodobne má obmedzený rast. Riziko koncentrácie v indexoch s veľkou kapitalizáciou v USA si vyžaduje monitorovanie.



EURÓPSKE AKCIE

Globálne akciové prostredie pravdepodobne poskytne určitú podporu, ale domáce faktory mu pravdepodobne nebudú napomáhať. Očakáva sa, že rast HDP zostane v nasledujúcich dvoch rokoch pod úrovňou potenciálu, pričom v dôsledku obchodného napätia a geopolitickej neistoty prevládajú riziká poklesu. Priaznivý výhľad inflácie umožní, aby sa politika ECB zmenila na neutrálnu. Znížené ocenenie akcií a mierne očakávanie rastu ziskov by mohli ponúknuť atraktívne vstupné body, zatiaľ čo výber jednotlivých mien a sektorov sa stáva ešte dôležitejším.



AKCIE TICHOMORIA (ROZVINUTÉ TRHY¹)

V Japonsku naďalej prebiehajú strednodobé a dlhodobé štrukturálne zmeny. Očakávame, že rast japonského HDP v budúcom roku získa na dynamike, zatiaľ čo BoJ by mala pokračovať v normalizácii svojej menovej politiky a postupne zvyšovať sadzby. Zdá sa, že vývoj diferenciálov sadzieb podporí mierne oživenie JPY voči USD a EUR, čo môže predstavovať prekážku pre príjmy z vývozu, ale časom by mohlo pomôcť domácomu sentimentu. Pozícia JPY je vyváženejšia ako v minulosti, čo by malo obmedziť volatilitu. Tichomorské akcie sa vyznačujú lacným ocenením a ponúkajú výhody diverzifikácie v rámci globálneho akciového portfólia.



AKCIE ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

Mierny globálny rast a riziko zvýšenia obchodných bariér sú dôvodom na určitú opatrnosť, pokiaľ ide o akcie rozvíjajúcich sa trhov (EM). Štrukturálne spomalenie rastu čínskeho HDP bude pokračovať, pričom očakávanie výrazného fiškálne vyvolaného zrýchlenia rastu sa zmenšujú. Fiškálne a menovo-politické opatrenia by mohli zmierniť finančné riziká a pomôcť podporiť oživenie vzhľadom na značne slabú výkonnosť v posledných rokoch a nízke ocenenie. Naďalej zdôrazňujeme potrebu selektívneho prístupu k rozvíjajúcim sa trhom podľa krajín a sektorov.

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

– NÍZKA VÁHA

= NEUTRÁLNY

+ VYSOKÁ VÁHA





GLOBÁLNE DLHOPISY

Výnosy globálnych dlhopisov sa naďalej obchodujú na atraktívnych úrovniach. Podpornými faktormi by mali byť znížené inflačné riziká a vyhliadky na ďalšie znižovanie sadzieb zo strany hlavných západných centrálnych bánk. Okrem toho, keď sa pozrieme za inflačný šok, existujú náznaky, že vysokokvalitný pevný výnos opäť získal svoju diverzifikačnú výhodu vzhľadom na expozíciu akcií a korelácia medzi dlhopismi a akciami by mohla ďalej klesať, keďže pozornosť trhu sa presúva od inflácie k hospodárskemu rastu. Forwardové krivky už predpokladajú výrazné precenenie krátkodobých sadzieb a mohli by obmedziť výnosy dlhopisov, ktoré sú podľa nášho názoru poháňané najmä obchodmi „carry“. Vývoj na trhoch s americkými dlhopismi by mohol predstavovať prekážku pre túto triedu aktív.



ŠTÁTNE DLHOPISY EMÚ

Pri obmedzovaní inflácie v eurozóne sa dosiahol výrazný pokrok a rast HDP bol v posledných štvrtrokoch skôr mierny. Oživenie bude pravdepodobne naďalej plytké, čo by malo ECB umožniť ďalšie uvoľnenie menovej politiky, a tým prispieť k pozitívnemu prostrediu pre EGB a určitému zošíkmeniu výnosovej krivky.



ŠTÁTNE DLHOPISY MIMO EMÚ

Hospodársky rast v USA bol prekvapivo pozitívny a mal by zostať odolný, aj keď sa spomalí. Inflačné riziká boli väčšinou potlačené. Trhy predpokladajú určitú normalizáciu úrovne oficiálnych sadzieb v nasledujúcich štvrtrokoch, čo vytvára priaznivé prostredie a môže podporiť určité zošíkmenie krivky. Atraktívne úrovne výnosov a zabezpečovacie správanie amerických štátnych dlhopisov v prípade výraznejšieho spomalenia ekonomiky, než sa očakávalo, alebo rastúceho napätia na trhu pravdepodobne prispievajú k zvýšeniu dopytu. Ak by sa však v USA zvýšili riziká financovania alebo inflácie, ovplyvnilo by to dlhopisy s dlhšou splatnosťou.



PODNIKOVÉ DLHOPISY INVESTIČNÉHO STUPŇA V EURÁCH

Úverové základy európskych podnikov investičného stupňa (IG) podporujú zdravé súvahy. Finančná páka je pod dlhodobým priemerom, zisky boli vyššie, ako sa očakávalo, a zostatky hotovosti sú stále dostatočné. Úverový cyklus sa dostáva do fázy oživenia, počas ktorej majú podniky tendenciu naďalej sa zameriavať na finančnú politiku zameranú na zachovanie hotovosti, čo môže byť dodatočným stimulom. Prémie za úverové riziko však majú v najbližších mesiacoch mierny priestor na ďalšie sprísnenie, pričom kľúčovým zdrojom celkového výnosu budú pravdepodobne obchody „carry“.



VYSOKO ÚROČENÉ PODNIKOVÉ DLHOPISY

Postupné oživenie hospodárskeho rastu v roku 2025 by malo podporiť vysoko úročené podnikové dlhopisy (HY). Ich rozpätia sú však na užšom konci historického rozpätia a emitenti budú musieť v nasledujúcich dvoch rokoch refinancovať veľkú časť svojho celkového dlhu. Okrem toho nízka likvidita vysoko úročených dlhopisov znižuje ich príťažlivosť v súčasnej fáze hospodárskeho cyklu.



DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (TVRDÁ MENA)

Atraktívne úrovne výnosov dlhopisov a predpokladané výnosy založené na obchodoch „carry“ môžu z dlhopisov rozvíjajúcich sa trhov v tvrdej mene urobiť dôležitý doplnok diverzifikovaného portfólia. Globálne menové impulzy pravdepodobne poskytnú určité stimuly, zatiaľ čo fundamentálna podpora z oslabujúceho sa USD sa v nasledujúcich štvrtrokoch pravdepodobne oslabí.



DLHOPISY ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV (MIESTNA MENA)

Globálny pokles inflácie otvoril krajinám na celom svete cestu k úprave menovej politiky, čo pomohlo vytvoriť lepšie prostredie pre investície s pevným výnosom. Dlhopisy v lokálnych menách na rozvíjajúcich sa trhoch stále ponúkajú atraktívne výnosy, aj keď nižšie ako pred niekoľkými štvrtrokmi. Geopolitické napätie a clá by však mohli tvoriť určitú prekážku.





PEŇAŽNÉ TRHY

Hlavné západné centrálné banky začali svoje cykly uvoľňovania a očakáva sa, že postupne znížia oficiálne úrokové sadzby na neutrálnejšiu úroveň. Krátkodobé expozície s vysokým ratingom síce zostávajú potenciálnym bezpečnostným ventilom vzhľadom na pretrvávajúce riziko, ale vyhliadky na výnos sa v posledných mesiacoch zhoršili a zvýšili sa reinvestičné riziká. Myslíme si, že iné segmenty s pevným výnosom ponúkajú atraktívnejšie výnosy.



ALTERNATÍVY

Diverzifikačný potenciál tejto triedy aktív zostáva jej kľúčovou vlastnosťou. Napriek tomu, že inflačné riziká sa zmiernili, reálne aktíva predstavujú zabezpečenie proti prudkému opätovnému zrýchleniu cenových tlakov (čo nie je náš základný scenár).



KOMODITY

ROPA

Vzhľadom na bohatú ponuku ropy v Severnej Amerike a pomerne slabý výhľad dopytu, ktorý môže prinútiť OPEC+, aby na budúci rok opäť zvážil stiahnutie obmedzení ťažby, sa cena ropy Brent bude do konca roka 2025 pravdepodobne pohybovať okolo doterajších úrovní. Rozsiahlejší konflikt na Blízkom východe by pravdepodobne zvýšil ceny, zatiaľ čo výrazná deeskalácia a citeľné globálne ekonomické zmiernenie (čo nie je náš základný scenár) by mohli vyvinúť tlak na pokles cien ropy.

ZLATO

Po tohtoročnom zotavení, ktoré podporil dopyt centrálnych bánk a súkromných investorov, sa zvýšilo riziko vyberania ziskov. Pretrvávajúca geopolitická neistota bude pravdepodobne naďalej prispievať k dopytu po zlate. Nižšie výnosy dlhopisov a o niečo slabší americký dolár by mali obmedziť potenciál cien zlata smerom nadol. Ak však nedôjde k výraznej eskalácii napätia, prudkému nárastu inflácie alebo prudkej korekcii svetových cien akcií, zlato môže mať obmedzený potenciál rastu zo súčasnej úrovne.

MENY

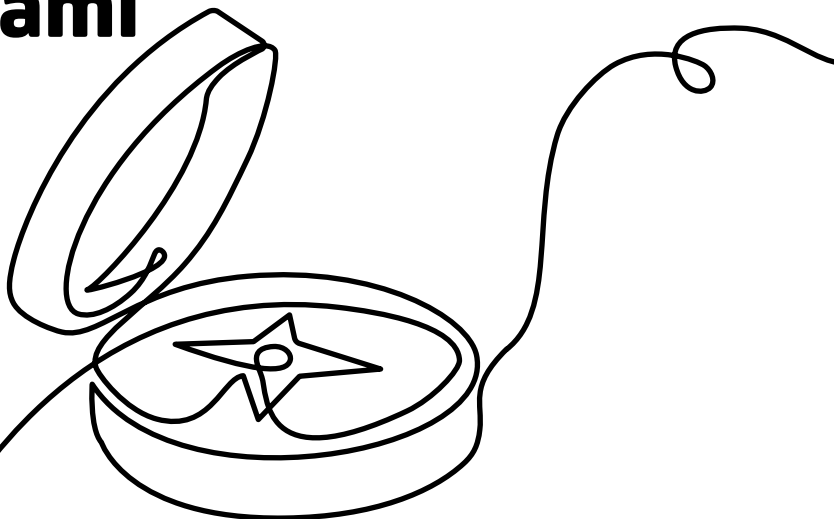
EUR – USD

Kurz EUR – USD pravdepodobne ďalej oslabí, ale nie pod paritu. Obavy z nedostatočnej fiškálnej disciplíny v USA by mali obmedziť klesajúci trend kurzu EUR – USD, ale slabšie hospodárske vyhliadky v eurozóne obmedzujú potenciál jeho zhodnotenia.





Tabuľky s predpoveďami



PROGNÓZY UNICREDIT

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

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

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

Zdroj: Investičná stratégia skupiny UniCredit

ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
ECB	3,00	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
BOE	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
BoJ	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75	0,75	0,75	0,75
Riksbank	2,50	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	3,25	3,25	3,25	3,25

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia

Zdroj: Investičná stratégia skupiny UniCredit

PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	15. 11. 2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozóna					
Depozitná sadzba	3,25	2,50	2,25	2,00	1,75
3M Euribor	3,00	2,43	2,20	1,95	1,75
2Y Schatz	2,12	2,10	2,00	1,90	1,80
10-ročný nemecký dlhopis	2,36	2,30	2,30	2,30	2,30
2Y EUR swap	2,22	2,20	2,10	2,05	1,95
10Y EUR swap	2,30	2,30	2,30	2,35	2,35
10-ročné rozpätie Bund – swap	-6	0	0	5	5
2Y BTP	2,58	2,55	2,45	2,40	2,30
10Y BTP	3,55	3,60	3,60	3,60	3,60
10-ročné rozpätie BTP – Bund	120	130	130	130	130
USA					
Sadzba Fed	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00
3M OIS SOFR	4,49	4,14	3,90	3,90	3,90
2Y UST	4,30	4,25	4,20	4,10	4,00
10Y UST	4,44	4,50	4,50	4,50	4,50
10-ročné rozpätie UST – Bund	208	220	220	220	220

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ REZERVY

	15. 11. 2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR – USD	1,06	1,05	1,04	1,03	1,02
USD – JPY	155	154	152	150	149
EUR – JPY	164	162	158	155	152
GBP – USD	1,26	1,27	1,26	1,25	1,24
EUR – GBP	0,84	0,83	0,83	0,82	0,82
USD – CNY	7,24	7,30	7,33	7,30	7,28
EUR – CNY	7,65	7,67	7,62	7,52	7,43

Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	Uzávierka 15. 11. 2024	Polovica roka 2025	Koniec roka 2025
Ropa			
Brent USD/barel.	71	75	78
Akcie			
Euro STOXX 50	4 795	5 075	5 200
STOXX Europe 600	503	530	545
DAX	19 211	20 000	21 000
MSCI Taliansko	89	93	97
S&P 500	5 871	6 400	6 800
Nasdaq 100	20 394	22 000	23 500
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	96	85	80
iBoxx Banks Senior	93	90	85
iBoxx High Yield NFI	302	280	270

Zdroj: Bloomberg, S&P Global, Investičná stratégia skupiny UniCredit

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch: [Ekonomika](#); [FI](#), [FX](#).



VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU

Od	15. 11. 2023	15. 11. 2019	13. 11. 2020	15. 11. 2021	15. 11. 2022	15. 11. 2023	15. 11. 2019	1. 1. 2024
Do	15. 11. 2024	15. 11. 2020	15. 11. 2021	15. 11. 2022	15. 11. 2023	15. 11. 2024	15. 11. 2024	15. 11. 2024
Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)								
MSCI Svet (v USD)	27,2	14,1	29,9	-15,3	13,5	27,2	79,8	19,1
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	13,7	16,9	10,9	-22,9	5,6	13,7	19,1	8,8
MSCI USA (v USD)	32,5	19,8	33,0	-15,2	14,8	32,5	104,0	24,6
MSCI Európa (v EUR)	14,8	-3,5	30,2	-6,9	8,2	14,8	43,8	8,1
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	16,4	16,1	11,0	-20,7	7,0	16,4	26,4	10,2
STOXX Europe 600 (v EUR)	15,2	-2,2	30,2	-8,3	8,1	15,2	43,9	8,3
DAX 40 (Nemecko v EUR)	21,7	-0,8	23,5	-11,0	9,5	21,7	45,1	14,7
MSCI Taliansko (v EUR)	24,7	-12,3	34,7	-5,9	25,2	24,7	71,8	19,1
ATX (Rakúsko, v EUR)	14,9	-22,6	65,3	-13,1	6,8	14,9	35,2	8,8
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	12,8	6,0	22,9	-9,4	0,2	12,8	31,6	7,8
S&P 500 (USA, v USD)	32,0	18,0	32,5	-13,4	14,7	32,0	103,7	24,6
Nikkei (Japonsko, v JPY)	17,7	11,9	19,3	-3,9	22,3	17,7	82,7	17,4
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	14,5	27,0	2,3	-19,1	-4,3	14,5	14,9	19,1
Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)								
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	4,1	11,9	-3,9	-15,8	-2,4	4,1	-7,1	-1,1
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	5,0	7,8	-2,9	-12,7	-0,4	5,0	-3,8	0,7
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	9,2	8,8	0,6	-16,2	3,4	9,2	4,3	3,1
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	4,4	2,2	-2,4	-18,2	-1,5	4,4	-15,6	-0,3
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	6,3	3,8	-2,0	-16,8	-1,1	6,3	-10,7	1,6
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	7,9	2,0	0,0	-14,3	3,8	7,9	-1,8	4,2
Výnosy dlhopisov (zmena v bázičných bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)								
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	-2	-95	73	221	75	-2	260	58
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-27	-115	58	293	62	-27	261	29
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	-64	-98	32	327	41	-64	227	10
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-20	-20	30	234	50	-20	269	35
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-40	-37	28	247	60	-40	252	17
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-88	-20	16	350	12	-88	266	-19
Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičných bodoch)								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-41	8	-30	57	-26	-41	-32	-24
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-130	55	-153	154	-75	-130	-134	-62
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-39	-3	2	73	-30	-39	5	-31
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-129	45	-78	180	-69	-129	-45	-77
Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičných bodoch)								
Libor (USD, 3 mesiace)	-77	-168	-6	449	98	-77	295	-74
Euribor (EUR, 3 mesiace)	-100	-12	-5	236	220	-100	340	-91
Výmenné kurzy eura (zmena v %)								
Americký dolár (EUR – USD)	-2,5	7,4	-3,1	-9,1	4,5	-2,5	-4,1	-4,2
Britská libra (EUR – GBP)	-4,6	4,7	-5,0	2,7	-0,3	-4,6	-2,6	-4,0
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-2,7	-0,6	-2,5	-7,1	-1,5	-2,7	-14,1	1,4
Japonský jen (EUR – JPY)	0,2	3,7	5,2	11,1	12,8	0,2	37,0	5,1
Komodity (zmena v %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	28,4	24,6	-2,0	-5,2	10,0	28,4	65,8	23,7
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	10,5	12,8	34,7	-5,3	-10,1	10,5	41,3	6,4
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	29,8	28,7	-1,7	-4,9	10,6	29,8	75,4	24,6
Ropa (Brent, v USD za barrel)	-11,7	-31,5	91,7	14,4	-13,6	-11,7	13,9	-7,1

Upozornenie: 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.

Zdroj: Refinitiv Datastream.





UniCredit S.p.A.
Client Solutions
Investičná stratégia skupiny



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Miláno



E-mail
uiinvstrategy@unicredit.eu

Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions
unicreditgroup.eu/ourinvestmentinsights

GENERÁTORÝ NÁPADOV

Manuela D'Onofriová
Vedúca oddelenia GIS

Fabio Petti
Zástupca vedúceho oddelenia GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Taliansko

Philip Gisdakis
CIO, Nemecko

Oliver Prinz
CIO, Rakúsko

Marco Valli
Vedúci oddelenia makroekonomických analýz

.....

Tullia Buccová

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federicová

Eszter Gárgyánová

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestreová

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemannová

HLAVNÝ REDAKTOR

Edoardo Campanella

VEDÚCA REDAKTORKA

Chiara Silvestreová

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Aura Cabrera Gálvezová

Maik Dornheim

Ivana Milojevičová

Kim Steinsberger

DIZAJN

Isla Morganová



Naskenujte QR kód
pre digitálne zhrnutie
publikácie Kompas 2025

MARKETINGOVÁ KOMUNIKÁCIA

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

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

1. Informácie týkajúce sa minulej výkonnosti finančného nástroja, indexu alebo investičnej služby nenaznačujú budúce výsledky.
2. Ak je investícia denominovaná v inej mene, ako je mena investora, hodnota investície môže výrazne kolísať v závislosti od zmien výmenných kurzov a mať nežiaduci vplyv na ziskovosť investície.
3. Investície, ktoré ponúkajú vysoké výnosy, môžu po akomkoľvek znížení bonity podliehať značným cenovým výkyvom. V prípade bankrotu emitenta môže investor prísť o celý kapitál.
4. Investície s vysokou volatilitou môžu podliehať 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.

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 15. 11. 2024.