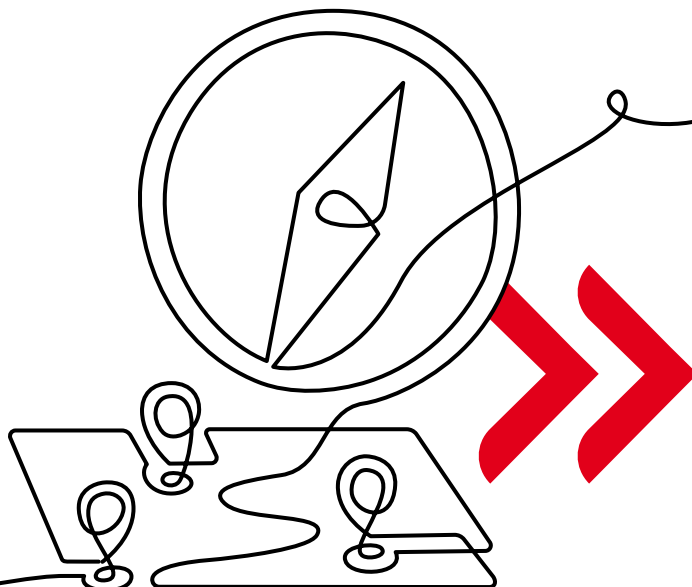


Kompas – prehľad

16. júl 2025



Prázdné hrozby

Prázdné hrozby môžu v konečnom dôsledku poškodiť dôveryhodnosť každého vyjednávača. Prvých šesť mesiacov Trumpa 2.0 sa vyznačovalo sériou veľkých prázdnych hrozieb, od predĺženia termínov rokovaní o clách na poslednú chvíľu až po tvrdenia, že predseda FED-u Jerome Powell by mohol byť prepustený alebo že zahraniční investori by mohli byť zdanení prostredníctvom článku 899 „veľkého krásneho zákona“ (OBBA).

Zatiaľ najzvučnejšou z týchto prázdnych hrozieb bol termín 9. júl, ktorý americký prezident Donald Trump uplatnil na svoje clá z 2. apríla. Toto preklopenie určilo tón nového globálneho obchodného (ne)poriadku, ktorý sa formuje pod vedením Trumpovej administratívy. Jeho ambíciou bolo uzavrieť 90 obchodných dohôd za 90 dní, hoci zvyčajne trvá 18 mesiacov, kým sa uzavrie jedna obchodná dohoda, a štyri roky, kým sa začne uplatňovať.

Tento rozpor medzi ambíciami a realitou viedol k oznámeniu niekoľkých rámcových dohôd (pričom rokovania o kľúčových detailoch sa stále predlžujú) a k posunutiu termínu colnej pauzy na 1. august pre všetky ostatné krajiny, pričom v listoch zaslaných z Bieleho domu sa objavili nové colné hrozby (vrátane listu adresovaného EÚ, v ktorom sa hrozí 30 % colnou sadzbou). Napriek týmto listom stále očakávame, že 10 % colná sadzba na dovoz z USA sa stane novou dolnou hranicou pre európsky tovar, pričom menší obchodní partneri budú pravdepodobne čeliť vyšším sadzbám ako väčší (s výnimkou Číny) – čím sa obmedzia hospodárske náklady pre USA a zároveň sa maximalizujú politické zisky, ktoré sa prezentujú Trumpovej základni.

Lenže aj v prípade, že sa hrozby nenaplnia, môžu mať významný vplyv na finančné trhy. Prvý polrok tohto roka sa vyznačoval značnou volatilitou na trhu, najmä po Trumpovom oznámení o clách z 2. apríla, pričom hlavnou obeťou bol doteraz status bezpečného prístavu pre americký dolár.

Ak sa nedodržanie hrozieb začne opakovať, existuje riziko, že trhy by sa mohli príliš uspokojiť. Hrozby by sa mohli brať vážne, ale nie doslova, až do takej miery, že by ich trhy mohli začať ignorovať. Pokoj na trhu po nedodržaní termínu 9. júla je pre to príznačný, ale ignorovanie hrozieb by mohlo vytvoriť začarovaný kruh, v ktorom sa Trump cíti pohodlne a zvyšuje latku svojich útokov, čo vedie k väčšej volatilite.

Manuela D'Onofrio
Predsedníčka
Investment Institute

Fabio Petti
Podpredseda
Investment Institute

Edoardo Campanella
Riaditeľ a hlavný redaktor
Investment Institute

POHĽADY INVEŠTÍČNÝCH RIADITEĽOV

2

Alokácia aktív

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

3

Téma 1: Obchodné rokovania
sa potiahnu až do leta

VÝVOJ NA TRHU

6

Šum a signál

- Akcie
- Pevne úročené cenné papiere
- Komodity
- Devízový trh

Téma 2: Letná sezónnosť:
negatívna pre akcie, pozitívna
pre dlhopisy

TABUĽKY S PROGNÓZAMI

15



Pohľady investičných riaditeľov

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

Vývoj v 1. polroku 2025 bol pozoruhodný a historický. Rok sa začal počiatočnou eufóriou (tzv. Trump trade), keď sa investori snažili profitovať zo silnej americkej ekonomiky, vyšších cien amerických akcií, vyšších výnosov amerických štátnych dlhopisov („UST“) a silného USD. V polovici februára sa americké akcie dostali na historické maximum, najmä pre investorov v eurách, v dôsledku silného USD. Kríza spôsobená Trumpovým oznámením o clách v Deň oslobodenia začiatkom apríla však túto trajektóriu zvrátila. Investori spochybnili štatút bezpečného prístavu amerického vládneho dlhu, čo viedlo k predaju amerických aktív. Začiatkom leta vyvolala nervozitu na trhu geopolitická neistota, čiastočne v dôsledku konfliktu medzi Izraelom a Iránom.

Medzitým sa volatilita zmiernila. Americké akcie vzrástli a dosiahli nové historické maximá v USD, zatiaľ čo výnosy UST klesli a USD získal späť svoju pozíciu. Americké akcie však z pohľadu eura zostávajú v zápornom pásme v dôsledku súčasného slabého kurzu USD. Oživenie amerických akcií je výsledkom zníženia daní zakotveného vo veľkom krásnom zákone „One Big Beautiful Bill Act“ (z ktorého budú profitovať korporácie), zmiernenia napätia na Blízkom východe a predpokladu trhu, že colné hrozby Bieleho domu možno nie sú myslené úplne vážne.

Rizikový sentiment podporili vyhliadky silného rastu v USA a Európe. Okrem toho sa zatiaľ neobjavili žiadne náznaky výrazného inflačného vplyvu zvyšovania amerických ciel. Napriek týmto pozitívnym vyhliadkam však trhy počítajú s podstatne prudším cyklom znižovania sadzieb, ako to naznačujú projekcie samotného FED-u a mnohých ekonómov. Takéto prudké zníženie sadzieb znamená pomalší rast a zdá sa, že nie je v súlade s rastom ziskov.

Domnievame sa, že v tomto prostredí je vhodné zvýšiť expozíciu voči najmä európskym akciám (a z cyklickejších sektorov) a mierne zvýšiť expozíciu voči aktívam s pevným výnosom, najmä voči UST, keďže na tieto aktíva môžu mať vplyv rastúce deficity a nové emisie štátnych dlhopisov. V kategórii dlhopisov s pevným výnosom považujeme za mimoriadne atraktívne podnikové dlhopisy a dlhy rozvíjajúcich sa trhov.

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 (E)		●	
Štátne dlhopisy (N-EMU)		●	
Podnikové dlhopisy (investičný stupeň v EUR)			●
Podnikové dlhopisy (s vysokým výnosom)	●		
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)			●
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)			●
Peňažné trhy	●		
Alternatívy		●	
Komodity		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

1. Rozvinuté trhy: Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur



Makroekonomický vývoj

Edoardo Campanella, Marco Valli a Daniel Vernazza

1

Veľký krásny zákon podkope verejné financie USA

Americký prezident Donald Trump 4. júla podpísal veľký krásny zákon (One Big Beautiful Bill Act – OBBBA). V skratke, návrh zákona predlžuje do konca roka 2034 všetky daňové úľavy pre fyzické a právnické osoby, ktoré boli prijaté prostredníctvom Trumpovho zákona o znižovaní daní a zamestnanosti (TCJA) v roku 2017 a ktoré by inak vypršali na konci roka. Očakávame, že to v nasledujúcich rokoch mierne podporí rast HDP. Zníženie daní sa má čiastočne zaplatiť znížením stimulov na ekologickú energiu a znížením výdavkov na sociálne zabezpečenie, ktorých príjemcami sú v prevažnej miere nízkopříjmové skupiny. Zahŕňa aj zvýšenie tzv. dlhového stropu.

Podľa prvého odhadu rozpočtového úradu Kongresu zákon v porovnaní s predchádzajúcim zákonom (t. j. pred OBBBA) zvýši primárne deficity krajiny v nasledujúcich desiatich rokoch kumulatívne o približne 3,4 bilióna USD. Vráťane úrokových nákladov by sa federálny dlh do roku 2034 zvýšil o 4,1 bilióna USD, čím by sa pomer federálneho dlhu k HDP zvýšil zo súčasných približne 100 % na 127 % do roku 2034, čo je približne o 10 percentuálnych bodov viac, ako sa predpokladalo v predchádzajúcom zákone. Federálny deficit by v nasledujúcom desaťročí predstavoval v priemere 7 % HDP, čo je veľmi vysoká hodnota, pričom úrokové výdavky by sa zvýšili z približne 1 bilióna USD v tomto roku na takmer 1,7 bilióna USD do roku 2034.

2

ECB a FED: ešte jedno zníženie v roku 2025

Ďalšie zasadnutie FED-u 29. – 30. júla pravdepodobne neprinesie zmenu úrokových sadzieb. Zatiaľ čo predstavitelia FED-u sú čoraz viac rozdelení a dvaja členovia tvrdia, že by mohli hlasovať za zníženie v júli, jasná väčšina chce počkať na ďalšie hospodárske údaje. FED očakáva, že inflácia sa v lete zvýši v dôsledku cieľ. Ak sa tak nestane, FED s veľkou pravdepodobnosťou pristúpi k zníženiu v septembri a decembri. Ak sa však inflácia zvýši podľa očakávaní a trh práce sa výrazne nezhorší, potom v tomto roku očakávame len jedno zníženie sadzieb, a to v decembri.

Na svojom júnovom zasadnutí ECB signalizovala, že cyklus uvoľňovania sa blíži ku koncu. Centrálna banka 24. júla pravdepodobne ponechá úrokové sadzby nezmenené, pričom na posúdenie primeranosti svojho postoja si radšej počká na ďalšie údaje. Inflácia klesla na 2 % a očakávame, že sa stabilizuje približne na tejto úrovni, pričom riziká v nasledujúcich 12 až 18 mesiacoch budú smerovať nadol. Predpokladáme, že v septembri dôjde k poslednému zníženiu o 25 bázických bodov, čím by sa depozitná sadzba dostala na úroveň 1,75 %.

3

Spomaľujúca sa čínska ekonomika

Druhý štvrťrok bol pre Čínu náročný v dôsledku eskalácie obchodného napätia s Washingtonom, ktoré viedlo k nárastu cieľ na čínsky vývoz do USA na 145 %, kým boli neskôr znížené. Táto neistota sa prejavila v miernom spomalení rastu HDP v 2. štvrťroku 2025 na 5,2 % medziročne, čo je menej ako 5,4 % v 1. štvrťroku 2025, keď sa aktivita zvýšila v dôsledku predsunutia vývozu pred Trumpovým oznámením o clách z 2. apríla. Domáci dopyt zostáva slabý v dôsledku pretrvávajúcej krízy na čínskom trhu s nehnuteľnosťami. Deflačné tlaky sú dôkazom pretrvávajúcich problémov, ktoré z toho vyplývajú. Vláda podporila spotrebiteľské výdavky programom „šrotovného“, ktoré malo podporiť dopyt po automobiloch, ale to nestačí na dlhodobé udržanie súkromnej spotreby. Centrálna banka ČĽR „PBoC“ pravdepodobne zachová svoj uvoľnený postoj k menovej politike. Blíži sa termín 12. augusta, keď má byť uzavretá obchodná dohoda, ale je nepravdepodobné, že by viedol k prelomovej dohode.



Obchodné rokovania sa budú ťahať až do leta

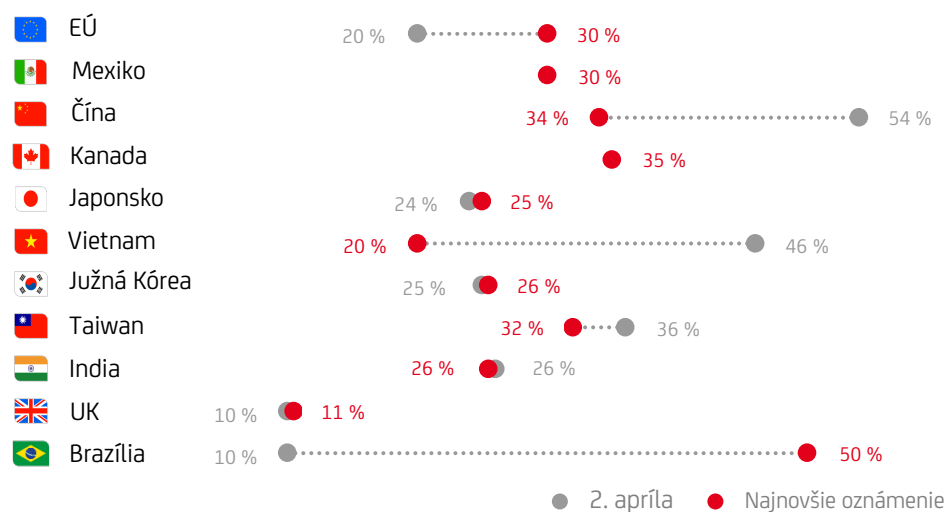
Autori: Tullia Bucco, Loredana Maria Federico

Rokovania medzi USA a ich hlavnými obchodnými partnermi do veľkej miery uviazli na mŕtvom bode, takže Washington má len tri základné dohody (so Spojeným kráľovstvom, Čínou a Vietnamom). Vzhľadom na zložitosť obchodných rokovaní prevládal konsenzus, že 9. júla Trumpova administratíva oznámi množstvo veľmi predbežných obchodných dohôd, ktorých finalizácia si vyžiada ďalšie rokovania, najmä pokiaľ ide o sektorové clá a necolné obchodné prekážky. Keďže sa však nepodarilo dosiahnuť ani rámcové dohody, prezident USA Donald Trump sa rozhodol posunúť termín zavedenia nových ciel na 1. augusta. Namiesto toho, aby Trump uznal, že predchádzajúci časový plán nebol realistický, obvinil obchodných partnerov a poslal im listy, čím pokračoval v tlaku na partnerov pri rokovaní a zároveň politicky využil svoju voličskú základňu.

Posledné kolo colných listov zaslaných Brazílii, Kanade, Mexiku a EÚ obsahovalo skôr zvýšenie recipročných ciel ako potvrdenie ciel z 2. apríla, ktoré obsahovali listy zaslané menším ázijským krajinám (pozri graf 1.1). Hrozba americkej administratívy, že na EÚ uvalí recipročné clo vo výške 30 %, je sklamaním, najmä vzhľadom na zjavný pokrok dosiahnutý v posledných týždňoch, keď sa zdalo, že dohoda medzi Bruselom a Washingtonom je v zásade na dosah. Napriek tomu je to menej ako 50 % sadzba, ktorou Trump pred niekoľkými týždňami pohrozil. Sadzba 30 % by sa mala chápať ako prostriedok nátlaku na Európu, aby znížila svoje požiadavky na ústupky v sektorových clách a zmiernila svoj odpor voči ďalšiemu uvoľňovaniu netarifných prekážok.

GRAF 1.1: POHYBLIVÉ CIELE

RECIPROČNÉ CLÁ, KTORÉ USA OZNÁMILI VYBRANÝM OBCHODNÝM PARTNEROM



Zdroj: Biely dom, Investment Institute UniCredit

Myslíme si, že clá sa nakoniec znížia z úrovni oznámených v týchto listoch. To však neznamená, že sa sadzby vrátia na úroveň pred 2. apríla. Nová dolná hranica ciel (aj pre EÚ) bude pravdepodobne 10 %, zatiaľ čo Čína bude zrejme čeliť vyššiemu minimálnemu clu. Riziko, že konečná sadzba pre Európu by mohla klesnúť niekde medzi 10 % a 20 %, sa zvýšilo, ale je nepravdepodobné, že by to malo podstatný vplyv na náš scenár rastu HDP. Nemecko, Írsko, Taliansko a Francúzsko zostávajú obzvlášť zraniteľné vzhľadom na svoj významný vývoz do USA.

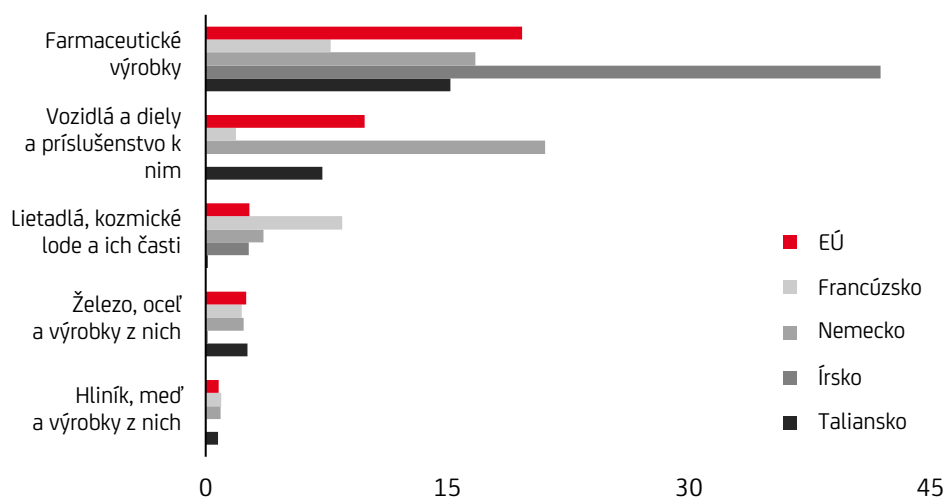
Menší obchodní partneri USA (například některé ázijské krajiny) budou pravděpodobně v průměru čelit vyšším clám ako větší partneri, protože ekonomické náklady pre USA by boli obmedzené, zatiaľ čo politické zisky v podobe posolstva pre Trumpovu základňu by boli maximálne. Ak je naša interpretácia správna, nemôžeme vylúčiť ďalšie odklady s blížiacim sa termínom 1. augusta – najmä ak trhy zostanú spokojné a budú Trumpov krok interpretovať ako blafovanie.

Pred posledným zvýšením ciel sa zdalo, že Brusel je ochotný akceptovať 10 % sadzbu ako novú dolnú hranicu ciel, ak by akákoľvek dohoda v prvej fáze obsahovala výnimky pre konkrétne odvetvia, ako napríklad automobilový priemysel (podliehajúci 25 % clu), oceliarsky a hlinikárenský priemysel (50 %), komerčné lietadlá (10 %) a predbežný záväzok USA vyhnúť sa zavedeniu ciel na výrobky, ktoré im doteraz nepodliehali (ale sú predmetom vyšetrovania), ako napríklad farmaceutické výrobky a polovodiče. Zameranie Európskej komisie na tieto odvetvia odráža ich významnú expozíciu v EÚ z hľadiska vývozu do USA.

Odvetvové clá na autá a automobilové súčiastky, ako aj na železo, oceľ a hliník, by mohli Nemecko tvrdo zasiahnuť (pozri graf 1.2). Okrem toho by vyššie clá na farmaceutické výrobky, na ktoré Trump nedávno pohrozil ohromujúcou 200 % sadzbou, mohli mať vážny vplyv na vývoz z EÚ, keďže tieto výrobky predstavujú 20 % celkového vývozu EÚ do USA. Írsko, ktoré vyváža veľké množstvo farmaceutických výrobkov, ale aj Nemecko a Taliansko by boli obzvlášť postihnuté, aj keď by to bolo zmiernené úlohou nadnárodných spoločností z USA. Francúzsko sa pritom špecializuje na vývoz lietadiel, čo ho robí obzvlášť zraniteľným voči vyšším clám v tomto sektore.

GRAF 1.2: TLAKOVÉ BODY

VÝVOZ DO USA PODĽA VYBRANÝCH VÝROBKOV (% Z CELKOVÉHO VÝVOZU, 2024)



Zdroj: Eurostat, Investment Institute UniCredit

Tieto rozdielne záujmy pomáhajú vysvetliť, prečo sa Európa snaží dosiahnuť dohodu s USA, čo si vyžaduje viac času na rokovania. Európska komisia v reakcii na to oznámila ďalšie predĺženie pozastavenia odvetných opatrení voči USA, ktoré mali nadobudnúť účinnosť 15. júla, a bude pokračovať v rozhovoroch zameraných na dosiahnutie obojstranne výhodnej dohody.



Vývoj na trhu

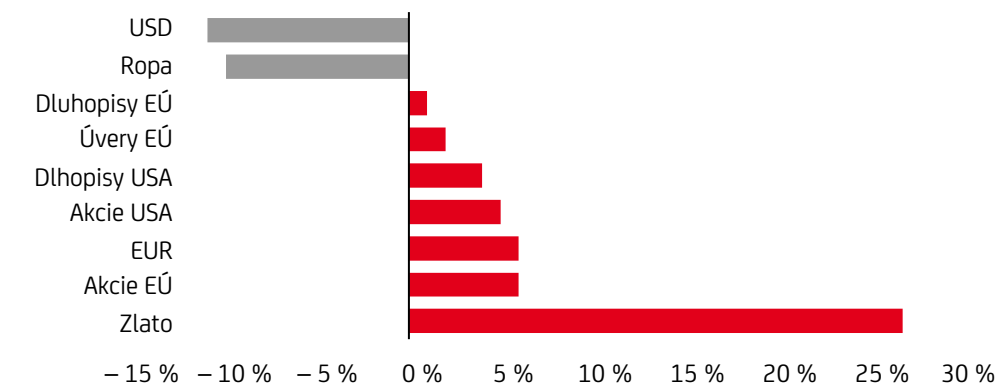
Autori: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Šum...

V turbulentnom prvom polroku 2025 zaznamenali finančné trhy výrazné výkyvy, ktoré boli spôsobené výskytom dramatických udalostí. Zlato bolo najvýkonnejším aktívom, pričom ho podporoval dopyt po bezpečných možnostiach a potreba centrálnych bánk diverzifikovať. Akciové indexy sa od apríla odrazili a sú vyššie ako na začiatku roka. Európske akcie mierne prekonalí svoje americké náprotivky. USD je v tomto roku zatiaľ najvýraznejším porazeným, keďže voči ostatným menám stratil 10 %, pričom na zelenú bankovku pôsobili obavy investorov z Trumpovej politiky. Na druhej strane index EUR vzrástol o 5 %. Ropa stratila pôdu pod nohami (– 10 %) v porovnaní so začiatkom roka 2025 v dôsledku agresívnej stratégie dodávok, ktorú prijala organizácia OPEC+. Štátne a podnikové dlhopisy eurozóny dosiahli výnos 1 % a štátne dlhopisy USA 4 %, k čomu prispeli očakávania, že FED bude viac holubičí.

GRAF 2.1: VÍŤAZI A PORAZENÍ V PRVEJ POLOVICI ROKA

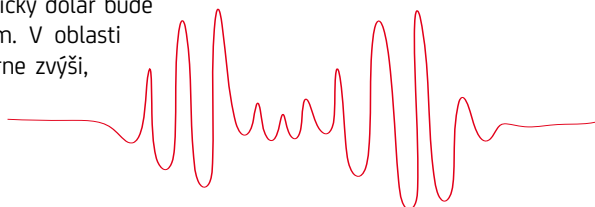
REALIZOVANÝ NÁVRAT ZA 1. POLROK 2025



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

... a signál

Obchodná vojna bude pravdepodobne aj naďalej kľúčovým faktorom pre trhy. Očakávame, že štátne dlhopisy prinesú kladné výnosy, hoci výnosy z UST by sa mohli znížiť v dôsledku precenenia očakávaní týkajúcich sa FED-u. Európske akcie by mali dosahovať dobré výsledky, zatiaľ čo ocenenie amerických akcií sa zdá byť rozťahané. Očakávame, že americký dolár bude ďalej oslabovať, aj keď pomalším tempom. V oblasti komodít sa podľa nášho názoru zlato mierne zvýši, zatiaľ čo ceny ropy by mali zostať pod hranicou 70 USD za barel.



Akcie

Krátkodobá volatilita, ale solídny strednodobý obraz

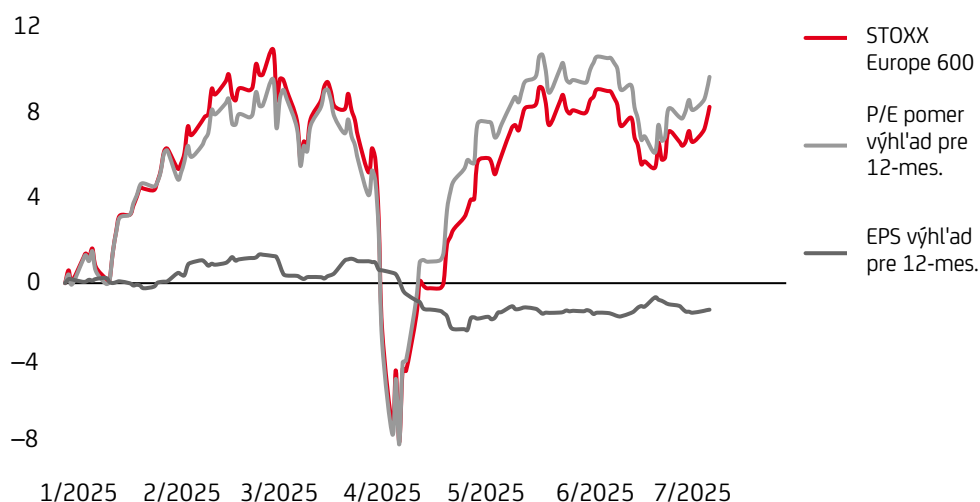
V druhom štvrtroku sa **svetové akciové trhy** výrazne zotavili zo šoku, ktorý vyvolalo oznámenie amerického prezidenta Donalda Trumpa o clách z 2. apríla. Dlho očakávaný termín 9. júla bol predĺžený na 1. augusta a americká administratíva nedávno vyhlásila, že na vývoz z EÚ do USA budú uvalené 30 % clá. Hoci táto 30 % colná sadzba ešte nie je konečná a rokovania pokračujú, toto vyhlásenie vnieslo na svetové finančné trhy neistotu. To znamená, že hoci sa domnievame, že clá sa znížia oproti ohláseným úrovniam, volatilita na trhu môže zostať v dôsledku toho zvýšená. Po mesiacoch nepravidelných a protichodných politických oznámení sa prah bolesti na finančných trhoch zvýšil. To by mohlo v súčasnosti obmedziť ďalší potenciál akciového trhu.

Hoci sa vyhliadky európskeho hospodárskeho rastu na rok 2026 zlepšujú, rast ziskov spoločností je stále pomalý. Pozitívne však treba poznamenať, že práve začaté vykazovanie za druhý štvrtrok bude s najväčšou pravdepodobnosťou znamenať cyklické minimum v raste ziskov podnikov. Očakávame, že do polovice budúceho roka sa európske odhady 12-mesačných forwardových ziskov zvýšia približne o 10 %, čo je mierne pod konsenzuálnymi odhadmi. Toto zvýšenie ziskov podnikov je naliehavo potrebné, keďže pozitívna výkonnosť akciového trhu v tomto roku bola do veľkej miery založená na expanzii ocenení, ako ukazuje graf 2.2. Zatiaľ čo pomer P/E európskeho akciového trhu na úrovni 14 je len mierne vyšší ako jeho 20-ročný priemer 13,2, pomer P/E amerického akciového trhu je o dve štandardné odchýlky vyšší ako jeho dlhodobý priemer (súčasný pomer P/E 23, priemer 16), čo je podľa historických štandardov veľmi drahé. Takéto vysoké ocenenie predstavuje zatiaľ obmedzenie ďalšieho cenového potenciálu.

V tejto súvislosti je rozhodujúci ďalší vývoj zisku spoločnosti. Vzhľadom na náš predpoklad postupného zvyšovania hospodárskeho rastu v Európe a mierneho spomalenia v USA **by sa európske zisky mali v roku 2026 zvýšiť približne o 11 %** (STOXX Europe 600), pričom v tomto roku by bol rast takmer nulový (S&P 500: 2025 +13 %, 2026 +13 %). Hoci sa očakáva, že rast ziskov v USA v roku 2026 mierne prevýši rast ziskov európskych spoločností, nevidíme výrazný rozdiel vo výkonnosti medzi Európou a USA, a to najmä v dôsledku tlmiaceho účinku vysokého ocenenia akciového trhu v USA a oslabujúceho amerického dolára, čo čiastočne znižuje atraktivnosť amerických akcií z pohľadu investora v eurách.

GRAF 2.2: HNACOU SILOU VÝKONNOSTI V 1. POLROKU 2025 BOLO OPÄTOVNÉ PREHODNOTENIE

ZMENA OD ZAČIATKU ROKA, V %



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

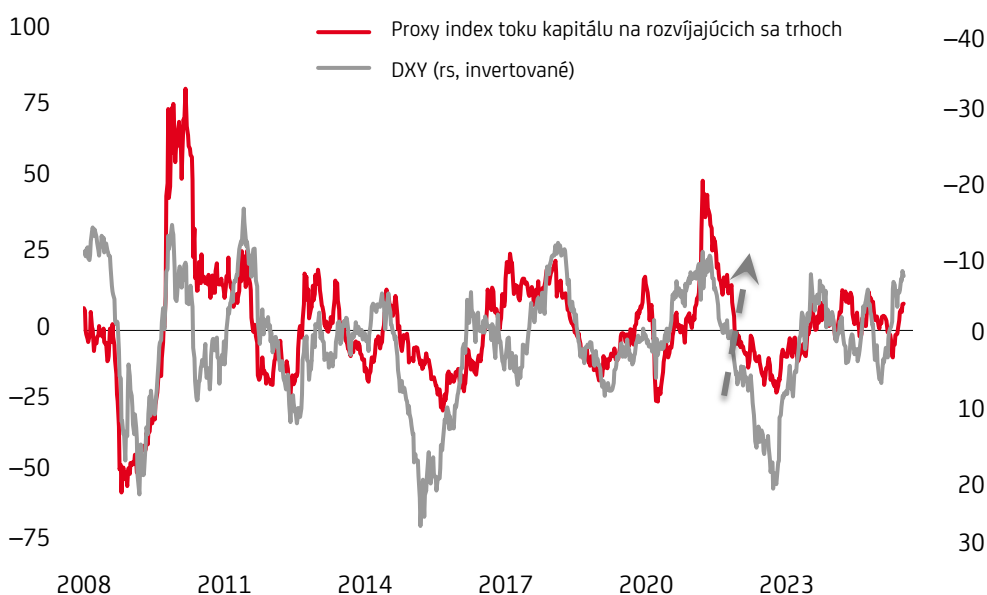
Hoci očakávame, že **prostredie zostane volatilné počas celého tretieho štvrťroka, v horizonte 12 mesiacov máme na akciové trhy konštruktívny názor**. Náš cieľ v polovici roka 2026 pre S&P 500 je 6 500 indexových bodov a pre Euro STOXX 50 očakávame 5 750 indexových bodov (ďalšie ciele pre indexy nájdete v našej tabuľke prognóz rizikových aktív).

Akcie rozvíjajúcich sa trhov majú dobrú pozíciu na to, aby začali dosahovať lepšie výsledky ako ich náprotivky na rozvinutých trhoch. Pre mnohých investorov ustúpili rozvíjajúce sa trhy (EM) v posledných rokoch do úzadia, keďže americké akcie zažívali éru „búrliwych dvadsiatych rokov“. Akcie na rozvinutých trhoch – prevažne v USA – výrazne prekonalí svojich rovesníkov z EM. Tento problém sa netýka len Číny, ktorá tvorí približne 25 % indexu MSCI EM. Dokonca aj bez Číny zaznamenali EM od roku 2020 výrazný pokles výkonnosti o približne 35 percentuálnych bodov.

Tieto trhy však začínajú vyzeráť atraktívne a likvidita v EM sa zlepšuje. Dôležitým dôvodom je slabší americký dolár. Mnohé EM majú inverznú súvahu, v ktorých existuje menový nesúlad medzi aktívami v domácej mene a pasívami v dolároch. To bol „prvotný hriech“ rozvíjajúcich sa trhov, ktorému sa čoraz viac vyhýbajú tým, že si požičiavajú viac v miestnych menách. Napriek tomu zostávajú ich bilancie vo veľkej miere inverzné, čo znamená, že s posilňovaním ich mien voči doláru sa zlepšujú aj ich vyhliadky na rast, čím sa stávajú pre investorov atraktívnejšími. Slabší americký dolár zvyčajne vedie k zvýšeným tokom do akcií EM, hoci sa zdá, že k tomu zatiaľ nedošlo vo výraznej miere, ako ukazuje graf 2.3.

GRAF 2.3: OSLABENIE USD PODPORÍ PRÍLEV KAPITÁLU Z EM

MEDZIROČNE, V %



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

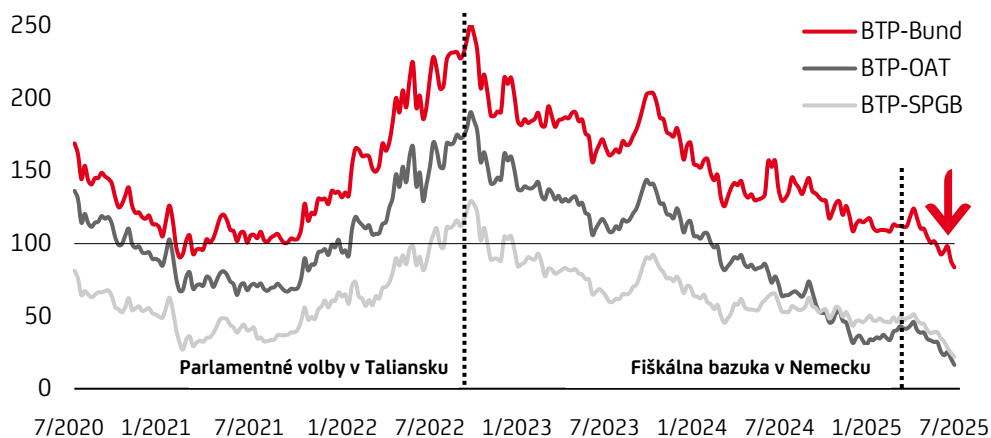
Pevne úročené cenné papiere

Štátne dlhopisy v režime vyčkávania pred vyjasnením v otázke ciel

Po tom, čo sa v uplynulých týždňoch obchodovali v podstate bez zmien, sa štátne dlhopisy v USA aj v eurozóne nedávno dostali pod tlak. Hoci ekonomická neistota vyvolaná obchodnou vojnou zostáva vysoká, trhy nepovažovali najnovší vývoj ciel za mimoriadne negatívny pre rast, čo prinavrátilo obavy z inflácie (aj v dôsledku oživenia cien komodít). To nútilo investorov vyhýbať sa nadmernej expozícii voči durácii. Výnos 10Y UST vzrástol, pričom sa mu nepodarilo dosiahnuť hranicu 4,5 %. Tvar krivky UST sa v porovnaní s obdobím pred mesiacom zmenil len málo. Rozpätie 2/10Y UST je na úrovni 50 bázických bodov, čo je v súlade s jeho úrovňou od polovice apríla.

Na druhej strane Atlantiku sa výnos 10-ročných Bundov zvýšil k 2,70 %, pričom krivka je mierne strmšia ako pred mesiacom. Pokiaľ ide o európske štátne dlhopisy (EGB), do centra pozornosti sa dostala výkonnosť talianskych štátnych dlhopisov (BTP), keďže talianske štátne dlhopisy dosiahli lepšie výsledky ako ich kolegovia v rôznych obdobiach. Po prelomení hranice 100 bázických bodov koncom mája dosiahol spread medzi 10-ročným BTP a Bundom úroveň 85 bázických bodov, čo je jeho najtesnejšia úroveň od roku 2010. Dopyt po talianskych cenných papieroch podporili apetít po cenných papieroch, zlepšujúce sa makroekonomické a fiškálne základy a stabilná politická situácia v Taliansku. Myslíme si, že tieto faktory budú aj naďalej podporovať BTP v budúcnosti a udržiavať 10-ročný spread voči Bundom pod úrovňou 100 bázických bodov.

GRAF 2.4: TALIANSKÉ ŠTÁTNE DLHOPISY DOSIAHLI LEPŠIE VÝSLEDKY AKO ICH NÁPROTIVKY
ROZPÄTIE 10-ROČNÝCH VÝNOSOV (V BÁZICKÝCH BODOCH)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Vývoj ciel bude v nasledujúcich mesiacoch naďalej kľúčový pre výkonnosť štátnych dlhopisov. Ak by prišli negatívne správy z obchodnej oblasti a USA by neboli ochotné znížiť clá voči svojim obchodným partnerom, rozdiel medzi EGB a UST by sa zvýšil, keďže prvé z nich by pravdepodobne profitovali z očakávaní slabšieho hospodárskeho výhľadu v eurozóne a druhé by pravdepodobne zasiahli vyhladky na opätovné zrýchlenie inflačných tlakov v USA. Ak sa USA a EÚ podarí dosiahnuť dohodu, čo očakávame, vplyv na EGB a UST bude pravdepodobne obmedzený, keďže 1. sa zdá, že väčšina investorov očakáva takýto scenár, a 2. takáto dohoda by neodstránila zvýšenú ekonomickú neistotu, ktorú svet v poslednom čase zažíva.

Preto naďalej očakávame, že **výnosy 10-ročných UST a Bundov** uzavrú rok na úrovni 4,5 %, resp. 2,6 %, čo nie je ďaleko od ich súčasných úrovní. Vidíme priestor na to, aby sa 10-ročný transatlantický spread, ktorý je v súčasnosti na úrovni 170 bázických bodov, v najbližších mesiacoch rozšíril o približne 10 bázických bodov.

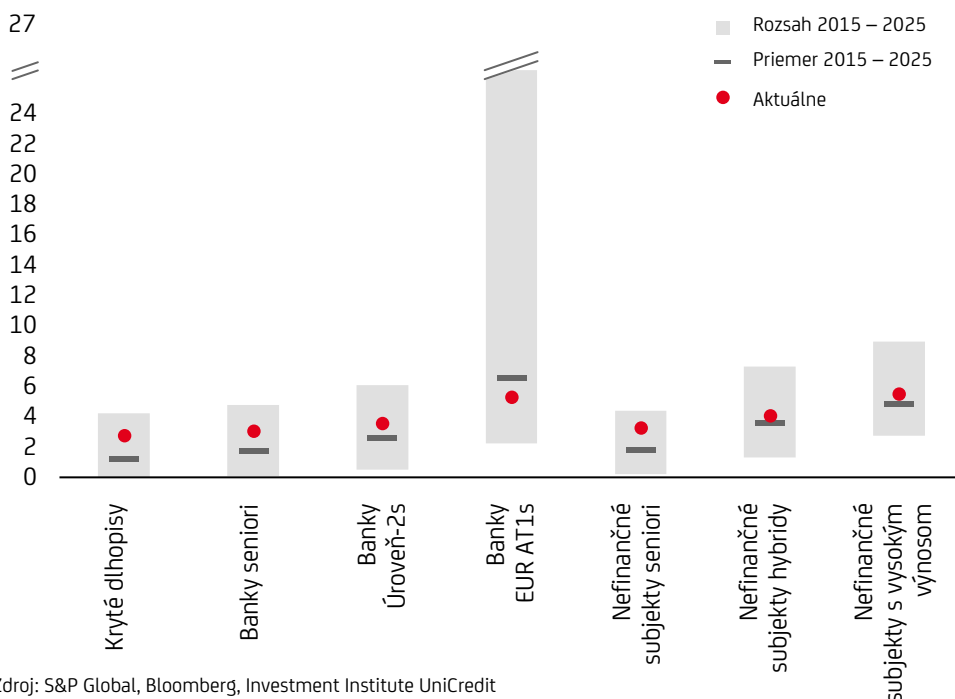
Európske podnikové úvery vykazujú obmedzenú volatilitu

V našom základnom scenári vidíme len obmedzený priestor pre volatilitu európskych podnikových úverov v dôsledku colnej politiky USA v nasledujúcich týždňoch a potvrdzujeme náš konštruktívny pohľad na túto triedu aktív. Podnikové úvery sú naďalej podporované všeobecne solídnyimi úverovými ukazovateľmi, čo sa pravdepodobne potvrdí počas nadchádzajúcej výsledkovej sezóny. V tejto súvislosti zostáva dynamika ratingov neutrálna, pričom počet zvýšení ratingov v rámci indexov iBoxx vyvažuje počet znížení ratingov emitentov investičného stupňa aj emitentov s vysokým výnosom.

Stabilné až nižšie náklady na refinancovanie podporujú úverové ukazovatele a vytvárajú priestor pre oportunistické prefinancovanie, ktoré by sa však malo vnímať ako úverovo pozitívne vzhľadom na súčasnú nízku viditeľnosť spôsobenú pretrvávajúcimi geoeconomickými rizikami do budúcnosti. Očakávame, že **spready sa budú pohybovať do strany**, pričom v prípade eskalácie obchodného napätia s USA existuje určité riziko mierneho rozšírenia spreadov v nefinančných segmentoch úverového trhu.

V prípade bánk očakávame pozitívne výsledky za druhý štvrťrok, ktoré by mali potvrdiť odolnú úverovú históriu finančných spoločností, najmä vysokú kapitalizáciu a zvládnuteľnú normalizáciu ukazovateľov kvality aktív. Okrem toho európske úvery naďalej podporuje atraktívny carry, ktorý zostáva výrazne nad desaťročným priemerom vo všetkých segmentoch (pozri graf 2.5) a očakáva sa, že bude kľúčovým zdrojom celkového výnosu. Iba bankové dlhopisy AT1s vykazujú nižší aktuálny výnos, ako je ich desaťročný priemer, čo odráža momentálne napäté ocenenie, ktoré by sa mohlo v trhovom prostredí bez rizika rýchlo vrátiť späť.

GRAF 2.5: HISTORICKÉ ÚROVNE VÝNOSOV BANKOVÝCH A NEFINANČNÝCH ÚVEROV
VÝNOS OD ROKU 2015 DO ROKU 2025, V %



Komodity

Ropa

Posledné týždne sa niesli v znamení zvýšeného geopolitického napätia v dôsledku eskalácie a vojenských operácií na Blízkom východe, čo nakrátko posunulo ceny ropy Brent nad **80 USD za barel**. Prímerie medzi Izraelom a Iránom však odvtedy obnovilo určitý pokoj a ceny sa ustálili na úrovni spred konfliktu. Medzitým OPEC+ pod vedením Saudskej Arábie tento rok štyrikrát po sebe zvýšil mesačnú produkciu, čím zvýšil celkové dodávky o takmer 1,8 milióna barelov denne. Rijád sa svojou rozvážnou, ale rúznou stratégiou snaží získať späť podiel na trhu a zároveň obmedziť nadmernú produkciu členov, ktorí nedodržiavajú dohodnuté kvóty.

Krivka termínových obchodov naznačuje krátkodobé obmedzenia ponuky, ale očakáva sa, že budú len krátkodobé. Ak sa pozrieme na obdobie po lete, kombinácia pokračujúceho zvyšovania ponuky a stabilnej produkcie z iných zdrojov pri pretrvávajúcom útlme rastu globálneho dopytu poukazuje na vznikajúci prebytok. Celkovo nevidíme dôvod na revíziu našej prognózy ceny ropy Brent na druhú polovicu roka 2025, ktorá zostáva na úrovni 65 – 70 USD za barel, pričom riziká sú naklonené smerom nadol.

Zemný plyn

Holandské ceny zemného plynu TTF sa od vyhlásenia prímeria 24. júna v krátkom izraelsko-iránskom konflikte pohybujú v rozmedzí približne 33 – 35 eur/MWh. Súčasná úroveň obchodovania je dokonca nižšia, ako boli ceny pred vypuknutím konfliktu. V súčasných cenách preto nevidíme žiadne geopolitické riziko. Slabší ázijský vývoz LNG v 1. polroku 2025 tiež zvýšil dostupnú ponuku a zaťažil ceny. Okrem toho je pravdepodobné, že makroekonomická aktivita sa v nasledujúcich štvrtrokoch spomalí, keďže rastúce clá v USA pravdepodobne zaťažia globálnu makroekonomickú aktivitu.

Na súčasných úrovniach vidíme riziko rastu cien TTF, keďže európska sezóna obnovy zásob je značne oneskorená po tom, ako chladná zima výrazne vyčerpala zásoby. Okrem toho by horúce leto v Ázii a Európe zvýšilo dopyt po elektrine na klimatizáciu, čo by stimulovalo dopyt po LNG. Myslíme si, že je veľmi pravdepodobné, že ceny TTF by mohli v nasledujúcich mesiacoch vzrásť vzhľadom na potenciál vyššieho dopytu po LNG v Ázii a Európe, ako aj na možné zvýšenie geopolitického napätia na Blízkom východe. Preto potvrdzujeme našu prognózu priemernej ceny TTF na rok 2025 vo výške **40 – 45 eur/MWh**.

Zlato

V posledných dvoch mesiacoch sa cena zlata pohybovala okolo 3 300 USD za uncu. Zastavila svoj nárast, ku ktorému došlo v januári a apríli, keďže optimizmus v súvislosti s vývojom obchodnej politiky znížil príťažlivosť kovu ako bezpečného prístavu. Trhy sa však naďalej sústreďujú na vlnu listov s požiadavkami na clá od amerického prezidenta Donalda Trumpa, ktoré nasledovali po predchádzajúcich oznámeniach o clách na dovoz medi a iných krajín, čo podnecuje obavy zo širšieho narušenia obchodu. Na geopolitickom fronte deeskalácia izraelsko-iránskeho konfliktu ďalej znížila dopyt po bezpečných aktívach.

Pokračujúce oslabovanie USD medzitým obmedzilo straty ceny zlata v dôsledku očakávaní ďalšieho uvoľňovania menovej politiky zo strany Federálneho rezervného systému v dôsledku pomalého ochladzovania amerického trhu práce. Vzhľadom na toto globálne pozadie a naše očakávanie, že geopolitické napätie v dôsledku obchodnej politiky USA, ako aj dopyt po zlato zo strany centrálnych bánk zostanú zachované aj v druhej polovici roka 2025, zachováame našu konštruktívnu prognózu ceny zlata v rozmedzí **3 400 – 3 500 USD za uncu** do konca roka.

FX

Kurz EUR/USD stále pevnejší, napriek neistote v súvislosti s clami medzi EÚ a USA

V devízovom sektore obmedzené a krátkodobé zotavenie USD počas izraelsko-iránskeho konfliktu potvrdilo jeho zníženú príťažlivosť ako bezpečnej meny. Neistota v súvislosti s americkými clami, keďže prezident Trump varoval, že termín 1. augusta nebude predĺžený, však spôsobila, že kurz EUR/USD sa dostal z nedávneho ročného maxima 1,1829 (jeho presná priemerná hodnota od jeho zavedenia v roku 1999) späť pod 1,17. Zámery EÚ vyhnúť sa eskalácii a odložiť protipatrenia po tom, ako Trump oznámil 30 % clo na vývoz z EÚ do USA, však pomohli zvládnuť reakcie devízového trhu.

Mierna korekcia EUR/USD odráža aj nedostatok nových katalyzátorov na menovo-politickom fronte, keďže sa očakáva, že ECB aj FED tento mesiac neprijmú nové opatrenia. Vyčkávací režim investorov sa prejavuje v miere obratu rizika 2M (rozdiel implikovanej volatility medzi kúpny a predajnými opciami mimo peňazí pre danú splatnosť), ktorá sa po prechode zo záporných hodnôt do kladných na konci izraelsko-iránskeho konfliktu vrátila na úroveň okolo nuly (pozri graf 2.6). Na trhu prevláda názor, že USD je slabší, a technické ukazovatele hovoria o jeho prepredanosti, ale dôvody na obrat trendu sa stále hľadajú ťažko.

Nadalej teda očakávame pokles hodnoty zelenej bankovky, a to aj vzhľadom na tlak prezidenta Trumpa na FED, aby znížil sadzby, a obavy z rastúceho verejného dlhu USA. Neexistencia recesie v USA a menej intenzívne uvoľňovanie FED-u, než očakávajú trhy (náš základný scenár), by mohli maximálne obmedziť intenzitu ďalšieho poklesu USD. Očakávame, že pár sa bude **do decembra obchodovať na úrovni okolo 1,19**, čo je v súlade s nedávnymi vyjadreniami amerických a európskych politikov, že rast EUR-USD nad 1,20 by bol komplikovaný.

GRAF 2.6: VYČKÁVACÍ POSTOJ TRHOV SA ODRÁŽA V PŘIBLIŽNE ROVNAKOM KURZE VÝMĚNY RIZÍK 2M V EUR/USD



Letné sezónne výkyvy: negatívne pre akcie, pozitívne pre dlhopisy

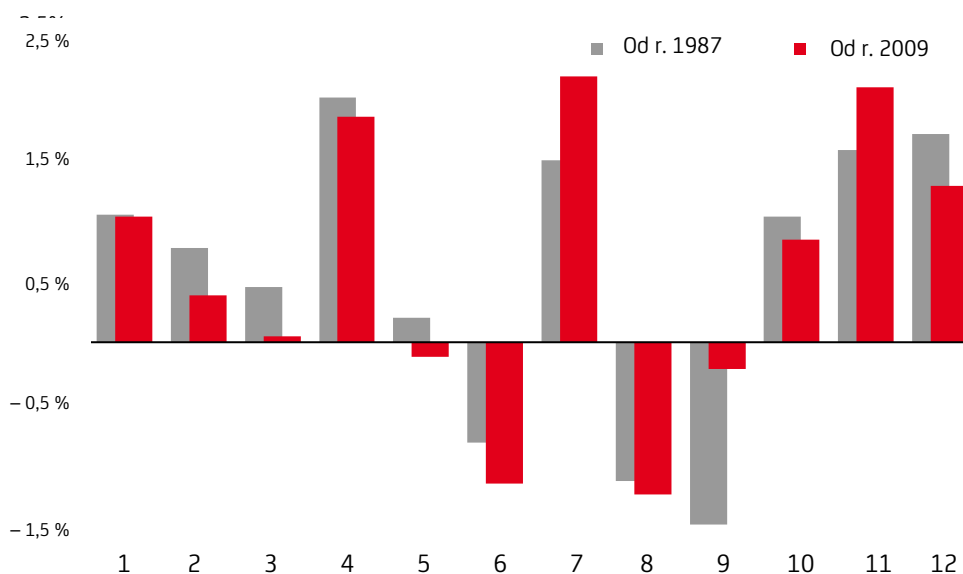
Sezónnosť je zákonitosť, ktorú možno pozorovať na finančných trhoch a ktorá často súvisí s ľudským správaním. Na akciových trhoch príslovia „Predaj v máji a odíd“ vyjadruje myšlienku, že investori by mali v máji prediť svoje akciové podiely, aby sa vyhli sezónnemu poklesu akciových trhov. Predpokladá sa, že táto fráza pochádza zo starého anglického príslovia: „**Predaj v máji a odíd, vráť sa na Deň svätého Legea**“ (St. Legea Stakes sú vrcholom dostihového kalendára v Spojenom kráľovstve. Sú približne v polovici septembra).

Počas letného obdobia bývajú objemy obchodovania nižšie v dôsledku dovolení, čo vedie k nižšej likvidite. To môže zosilniť cenové pohyby, keďže na pohyb trhov je potrebných menej obchodov. Vplyv má aj zmena rovnováhy portfólia, najmä ak sú spochybnené základné trendy a hnacie faktory akciového trhu. Inštitucionálni investori často upravujú svoje portfóliá na konci prvého polroka, aby sa pripravili na druhý polrok. Najmä mesiace august a september vykazujú negatívnu sezónnosť, ako ukazuje graf 2.7. Na tento účel sme vypočítali priemernú mesačnú výkonnosť indexu STOXX Europe 600 od roku 1987 a od roku 2009.

Porovnanie týchto dvoch období poukazuje na výraznú sezónnosť. V posledných týždňoch sme v našich publikáciách spomínali, že v letných mesiacoch neočakávame ďalší rastový potenciál, najmä kvôli zvýšeným oceneniam a príliš optimistickým krátkodobým očakávaniam ziskov. Preto považujeme za pravdepodobné, že tradične tlmený sezónny vývoj, ktorý globálne akcie sledujú v letnom období, by mohol byť tento rok obzvlášť výrazný. Napriek tomu, že krátkodobý pokles je pravdepodobný, v horizonte šiestich až deviatich mesiacov by sme expozíciu voči akciám neznižovali a prípadný pokles naďalej považujeme za príležitosť na nákup.

GRAF 2.7: VÝRAZNÝ SEZÓNNY MODEL NA AKCIOVOM TRHU

STOXX EUROPE 600: PRIEMERNÁ MESAČNÁ VÝKONNOSŤ V %



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Zistili sme, že akciové trhy majú v auguste a septembri tendenciu vykazovať nepriaznivú sezónnosť. A čo štátne dlhopisy? Aktivita na primárnom trhu a objemy obchodovania počas leta výrazne klesajú, čo vytvára podmienky pre sezónnu pravidelnosť. Okrem toho, keďže finančné trhy sú vysoko integrované, existencia sezónneho modelu v jednej triede aktív by mohla vyvolať zodpovedajúci model v iných triedach aktív.

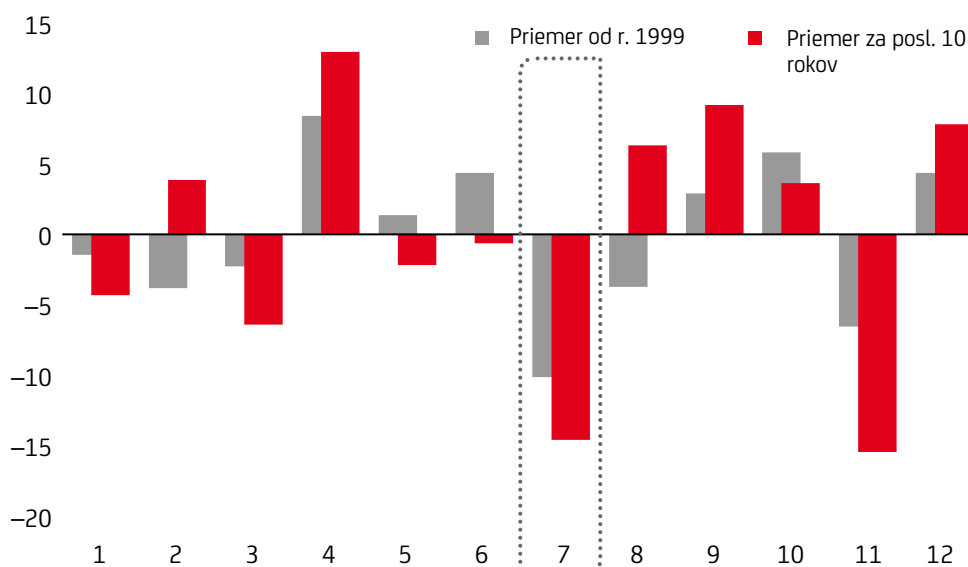
Keďže výnosy mali počas väčšiny posledných troch desaťročí klesajúci trend, prvým krokom je neprihliadať naň a lepšie sa zamerať na čisto sezónne pohyby. V našej analýze sme použili centrovanej kľzavý priemer, aby sme z výnosov odstránili dlhodobý trend. Výhodou je jednoduchá implementácia a intuitívnosť. Iné techniky, ako napríklad Hodrickov-Prescottov filter, nevedú k podstatne odlišným výsledkom. Z grafu 2.8 vyplýva, že výnosy majú v júli tendenciu klesať. Pokles výnosov 10-ročných Bundov zaznamenaný v júli za posledných desať rokov je výraznejší ako v predchádzajúcich mesiacoch.

Sezónnosť je v júni miernejšia a august býva mesiacom vyberania ziskov z dlhopisov. Z grafu vyplýva, že sezónny vplyv v júli pretrváva už veľmi dlho a v posledných rokoch sa výrazne nezmenil. Možným vysvetlením tohto zistenia je, že investori pred letnými prázdninami uprednostňujú zníženie rizika vo svojich portfóliách. To by viedlo k nepriaznivej sezónnosti pozorovanej na akciových trhoch a pozitívnej sezónnosti pozorovanej na dlhopisoch. Druhým možným dôvodom je, že jún a júl sú mesiace s nízkou čistou ponukou v Nemecku. To pravdepodobne vytvára priaznivé prostredie pre Bundy.

V rámci eurozóny majú BTP tiež tendenciu využívať priaznivý sezónny efekt. Objem aukcie sa v letných mesiacoch tradične znižuje a v auguste sa takmer zastaví, čo vedie k pozitívnej výkonnosti voči swapu. Tento pohyb sa zvyčajne začína v júni a naberá na intenzite v polovici júla, počas letného útľmu. Na druhej strane, august býva charakteristický vyberaním ziskov, keďže investori sa pripravujú na obnovenie ponuky v septembri.

GRAF 2.8: JÚL BÝVA PRE DLHOPISY POZITÍVNY MESIAC

VÝNOS 10-ROČNÝCH BUNDOV – SEZÓNNY FAKTOR (BÁZICKÉ BODY)



Poznámka: Pre každý mesiac je v grafe znázornená priemerná dodatočná zmena výnosu v porovnaní s tromi mesiacmi pred a po ňom.

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit



Tabuľky s prognózami

Prognózy skupiny UniCredit

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

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

Zdroj: Investment Institute UniCredit

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

ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

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

Zdroj: Investment Institute UniCredit

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	14. 7. 2025	3Q25	4Q25	1Q26
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,00	1,75	1,75	1,75
3M Euribor	2,04	1,75	1,75	1,75
2Y Schatz	1,90	1,80	1,80	1,80
10-ročný nemecký dlhopis	2,71	2,50	2,60	2,70
2Y EUR swap	2,03	1,95	1,95	1,95
10Y EUR swap	2,67	2,55	2,65	2,75
10-ročné rozpätie Bund – swap	–3	5	5	5
2Y BTP	2,10	2,00	2,00	2,00
10Y BTP	3,56	3,40	3,50	3,70
10-ročné rozpätie BTP – Bund	86	90	90	100
USA				
Sadzba Fed	4,50	4,50	4,25	4,25
3M OIS SOFR	4,33	4,23	4,15	4,11
2Y UST	3,90	4,00	4,00	4,00
10Y UST	4,43	4,50	4,50	4,50
10-ročné rozpätie UST – Bund	172	200	190	180

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ TRHY

	15. 7. 2025	3Q25	4Q25	1Q26
EUR – USD	1,17	1,18	1,19	1,20
USD – JPY	148	142	140	139
EUR – JPY	173	168	167	167
GBP – USD	1,34	1,34	1,33	1,32
EUR – GBP	0,87	0,88	0,89	0,91
USD – CNY	7,17	7,19	7,15	7,14
EUR – CNY	8,39	8,48	8,51	8,57

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	15. 7. 2025	Koniec roka 2025	Polovica roka 2026
Ropa			
Brent USD/barel	69	68	65
Akcie			
Euro STOXX 50	5 371	5 600	5 750
STOXX Europe 600	547	565	590
DAX	24 161	24 500	26 000
MSCI Taliansko	104	108	112
S&P 500	6 269	6 300	6 500
Nasdaq 100	22 856	23 000	24 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	95	125	110
iBoxx Banks Senior	94	130	115
iBoxx High Yield NFI	317	450	420

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

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

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



Vývoj vybraných indexov finančných trhov

Od	12. 7. 2024	14. 7. 2020	14. 7. 2021	14. 7. 2022	14. 7. 2023	14. 7. 2024	14. 7. 2020	1. 1. 2025
Do	14. 7. 2025	14. 7. 2021	14. 7. 2022	14. 7. 2023	14. 7. 2024	14. 7. 2025	14. 7. 2025	14. 7. 2025
INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)								
MSCI Svet (v USD)	13,7	37,3	-15,9	22,4	22,5	13,7	98,4	10,5
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	12,5	29,1	-25,5	10,1	13,3	12,5	32,3	16,4
MSCI USA (v USD)	13,7	40,0	-14,0	21,0	26,3	13,7	112,3	7,4
MSCI Európa (v EUR)	7,3	28,1	-7,5	17,2	17,3	7,3	73,7	10,3
MSCI AC Ázia a Tichomorje (v USD)	10,3	27,5	-22,8	12,5	14,9	10,3	38,6	13,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	7,9	28,6	-8,9	17,1	17,4	7,9	72,5	10,6
DAX 40 (Nemecko v EUR)	28,9	24,4	-20,7	28,6	16,2	28,9	88,8	21,4
MSCI Taliansko (v EUR)	22,9	26,6	-14,4	46,2	28,0	22,9	149,0	21,3
ATX (Rakúsko, v EUR)	26,4	54,2	-13,8	17,8	23,4	26,4	145,0	27,9
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	-0,4	20,9	-7,8	6,1	15,8	-0,4	34,9	6,1
S&P 500 (USA, v USD)	13,1	38,9	-12,1	20,9	26,4	13,1	114,3	7,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-2,3	28,7	-5,0	24,3	29,4	-2,3	90,6	0,0
CSI 300 (Čína, v juanoch)	19,1	7,7	-13,3	-7,4	-8,5	19,1	-6,7	3,8
INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)								
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	2,3	-4,5	-12,0	-3,6	0,5	2,3	-16,1	3,4
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	0,7	-0,8	-12,2	-8,8	2,6	0,7	-17,5	-1,4
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	2,6	0,5	-12,4	-6,3	3,9	2,6	-11,7	-0,2
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	5,4	3,7	-11,8	-1,2	6,6	5,4	1,6	1,9
VÝNOSY DLHOPISOV (ZMENA V BÁZICKÝCH BODOCH = 0,01 PERCENTUÁLNEHO BODU)								
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	25	74	160	86	41	25	381	-15
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	0	0	0	0	0	0	0	0
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	0	0	0	0	0	0	0	0
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	24	12	147	136	-1	24	314	33
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	7	1	169	127	-9	7	291	26
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-38	-48	268	112	-54	-38	237	1
VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)								
Americký dolár (EUR – USD)	7,3	3,8	-15,3	12,2	-2,6	7,3	3,2	12,5
Britská libra (EUR – GBP)	3,1	-6,2	-0,7	1,2	-1,8	3,1	-3,6	4,5
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-4,5	1,4	-9,2	-2,0	1,1	-4,5	-12,9	-1,1
Japonský jen (EUR – JPY)	-0,4	6,7	6,7	11,9	11,6	-0,4	41,9	5,7
KOMODITY (ZMENA V %)								
Komoditný index (GSCI, v USD)	37,2	-1,7	-7,1	14,7	22,7	37,2	76,0	26,5
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-1,2	43,2	-13,7	7,6	8,4	-1,2	41,0	4,4
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	38,8	0,8	-6,4	14,8	23,1	38,8	85,4	27,5
Ropa (Brent, v USD za barel)	-19,4	74,1	32,5	-19,4	7,2	-19,4	61,6	-7,4

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 14. júlu 2025)

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



UniCredit S.p.A.
Investment Institute
UniCredit



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Miláno



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

VEDENIE INŠTITÚTU

Manuela D'Onofrio,
predsedníčka

Fabio Petti,
podpredseda

Edoardo Campanella,
riaditeľ a šéfredaktor

AUTORI NÁPADOV

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Taliansko

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Nemecko

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,
CIO, Rakúsko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
vedúci oddelenia
makroekonomických analýz

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

VEDÚCI REDAKTORI

Luca Cazzulani

Chiara Silvestre

Michael Teig

VÝROBA

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DIZAJN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevič

Kim Steinsberger

Právne oznámenia

Glosár

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

Marketingová komunikácia

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

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

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

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

E 25/1

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 16. júlu 2025.