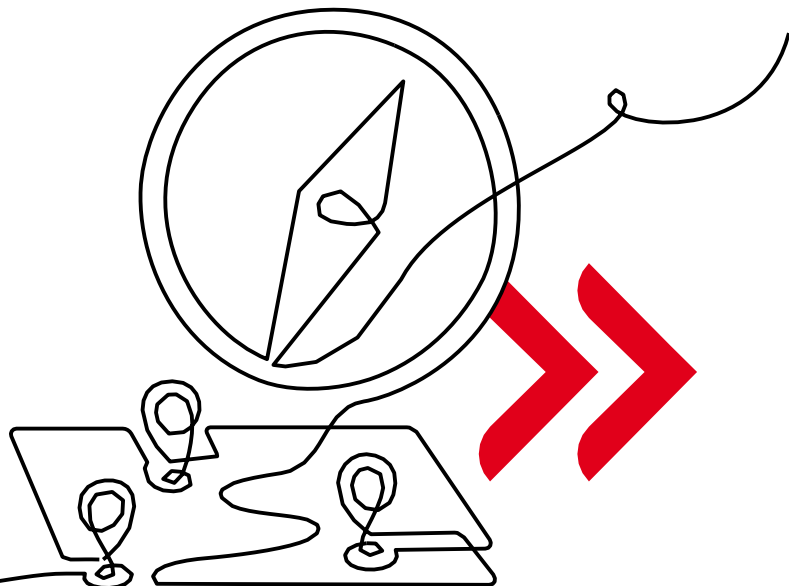


Kontrolný bod

3. júna 2026



Warshov FED

Vo FEDe sa začína nová éra vo veľmi nezvyčajnom politickom prostredí. Novým predsedom Federálneho rezervného systému sa stal Kevin Warsh. Jeho potvrdenie bolo najrozporupľnejším v histórii centrálnej banky a Senát ho schválil takmer výlučne straníckym pomerom hlasov 54 : 45. Pre porovnanie, Jerome Powell bol schválený v pomere 84 : 13, Janet Yellenová v pomere 56 : 26 a dokonca aj opätovné vymenovanie Bena Bernankeho z obdobia krízy schválil Senát v pomere 70 : 30. Počas slávnostnej prísahy prezident Donald Trump nenápadne vyzval na uvoľnenú menovú politiku: „Kevin chápe, že keď sa ekonomike darí, je to – ehm, to je dobrá vec.“

Warsh je bezpochyby schopný centrálny bankár. Trvalý politický tlak zo strany Trumpa (najmä ak bude aj naďalej taký výrazný ako v posledných mesiacoch) však môže vyvolať dojem, že jeho ekonomické argumenty za uvoľnenie menovej politiky môžu v skutočnosti maskovať politické ciele.

Vezmime si napríklad rozmach umelej inteligencie. V období pred svojou nomináciou Warsh vyzýval na preventívne zníženie sadzieb, pričom tvrdil, že nárast produktivity spôsobený umelou inteligenciou by ospravedlnil ústretovejší postoj. Pri podrobnejšom preskúmaní sa však zdá, že toto zdôvodnenie nie je ani zďaleka také odôvodnené.

Hoci môžeme predpokladať, že umelá inteligencia časom zvýši produktivitu, rozšíri hranice ponuky v ekonomike a bude vyvíjať deflačný tlak, krátkodobá dynamika vyzerá úplne inak. V súčasnosti sa AI javí skôr ako pozitívny dopytový šok než pozitívny ponukový šok. Firmy spojené s umelou inteligenciou investujú veľké prostriedky – rádovo miliardy amerických dolárov – do budovania potrebnej infraštruktúry, čo je proces, ktorý je vo svojej podstate inflačný (vyžaduje si stavebných robotníkov, suroviny, energiu atď.). Firmy, ktoré zavádzajú umelú inteligenciu, zároveň často zdvojujú náklady, pretože zachovávajú staré procesy a pracujú na integrácii nových technológií, ale ešte zďaleka nedosiahli citeľné zvýšenie efektívnosti.

Navyše, Warshovo odmietanie tradičných makroekonomických modelov v prospech úsudkov a výhľadových ekonomických analýz (napríklad budúceho vplyvu technologických zmien) so sebou nesie hrozbu, že trhy prídu o celistvý rámec pre interpretáciu krokov FEDu, čo zavedie prílišnú svojvôľu. Ak by sa v tomto kontexte úrokové sadzby vôbec mali meniť, dalo by sa skôr argumentovať v prospech vyšších – a nie nižších – sadzieb.

Rizikom pre trhy je väčšia volatilita. Centrálna banka bude nielen menej záväzná a predvídateľná, ale rozhodovací proces bude menej transparentný, menej ukotvený v zaužívaných analytických rámcoch a náchylnejší na formálny odpor.

Manuela D'Onofrio
predsedníčka
Investment Institute

Fabio Petti
podpredseda
Investment Institute

Edoardo Campanella
riaditeľ a šéfredaktor
Investment Institute

POHĽADY INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV

2

Alokácia aktív

GEOPOLITICKÉ NOVINKY

3

A rozhovor s...
Carl Bildt

TÉMA 1

4

Ako bude vyzeráť Warshov FED?

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 7

VÝVOJ NA TRHU

8

Šum a signál

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

TABUĽKY S PROGNÓZAMI 15



Pohľady investičných riaditeľov

Alessandro Caviglia (Taliansko), Erik Haubold (Nemecko), Martin Mayer (Rakúsko)

Napriek neistote spojenej s ukončením konfliktu v Perzskom zálive akciové trhy naďalej prejavujú mimoriadnu dôveru v jeho dočasnosť. Prezident Donald Trump si je napokon vedomý, že táto otázka nie je medzi jeho voličmi populárna, a to bude mať čoraz väčšiu váhu s blížiacimi sa novembrovými voľbami v polovici volebného obdobia. Existujú však viac technické, menej geopolitické faktory, ktoré odôvodňujú pozitívny postoj investorov. Po prvé, technológie a financie sú sektory, ktoré v súčasnosti najviac ovplyvňujú svetové akciové trhy. Tieto dva sektory sú pravdepodobne najviac vzdialené od epicentra energetickej krízy a sú schopné lepšie odolávať otrasom tohto druhu, najmä ak sa ukážu ako krátkodobé. Okrem toho hlavné akciové indexy vykazujú historicky vysokú úroveň koncentrácie, no len v niekoľko málo akciách. To by sa mohlo interpretovať ako potenciálny znak slabosti. Okrem toho by výsledky hospodárenia týchto niekoľkých spoločností mohli ovplyvniť celý index a tým aj celkovú náladu na trhu.

Počas poslednej výsledkovej sezóny boli výsledky spoločností vo všeobecnosti pozitívne alebo nad očakávania. Okrem toho majú spoločnosti s najväčšou kapitalizáciou globálny charakter. Napríklad mnohé európske spoločnosti kótované v Paríži, Frankfurtu a Miláne generujú veľkú časť svojich príjmov mimo Európy a prípadné spomalenie domácej ekonomiky by ich ovplyvnilo menej. Kombinácia týchto technických faktorov spôsobuje, že akciové trhy sú na jednej strane oveľa odolnejšie voči makrofaktorom a na druhej strane sú mimoriadne závislé od mikrofaktorov a teda od výsledkov konkrétnych spoločností. Celkovo si na akcie zachováваме konštruktívny výhľad, pričom pozitívnejšie sa pozeráme na rozvíjajúce sa trhy.

Naopak, trh s dlhopismi sa nemôže vyhnúť makrofaktorom rastu a inflácie, pretože tie usmerňujú rozhodnutia centrálnych bánk v oblasti menovej politiky. Preto zachováваме opatrný postoj k vládny dlhopisom vyspelých krajín, najmä ak vezmeme do úvahy, že sa nachádzame v historickej fáze synchronnej fiškálnej expanzie v západnom svete. Akékoľvek obavy týkajúce sa udržateľnosti dlhu by tak mohli ovplyvniť úroveň výnosov na dlhom konci krivky.

ALOKÁCIA AKTÍV

NÁŠ INVESTIČNÝ POHĽAD NA TRIEDY AKTÍV

	PODVÁŽENIE	NEUTRÁLNE	NADVÁŽENIE
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 (investičný stupeň denominovaný v EUR)		●	
Podnikové dlhopisy (s vysokým výnosom)	●		
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)			●
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)			●
Peňažné trhy		●	
Alternatívy		●	
Bitcoin		●	
Komodity		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

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





Rozhovor s... Carl Bildt

Bývalý predseda vlády Švédska



Rozhovor z 27. mája v rámci série webinárov „40 minút s...“. Nižšie je uvedený upravený úryvok rozhovoru. Záznam nájdete [tu](#).

Edoardo Campanella: Vstupujeme do sveta G0, kde nikto nevládne, alebo do sveta G2, kde USA a Čína koordinovane riadia medzinárodný systém?

Carl Bildt: Myslím si, že do žiadneho z nich. Nemyslím si, že sme vo svete G2. Američania a Číňania sú zaneprázdnení riešením vlastných bilaterálnych vzťahov. Ako ste však videli na nedávnom stretnutí v Pekingu, ich ambície a schopnosť ovplyvňovať širší globálny vývoj sa zdajú byť dosť obmedzené. Súvisí to aj s obmedzenou mocou Spojených štátov, ktorá je dnes na Blízkom východe veľmi exponovaná. Sme vo svete G0? To by znamenalo, že nikto nie je zodpovedný za nič. Nie celkom. Stále máme prvky multilateralizmu, ktoré fungujú. Európska únia je v súčasnosti pomerne úspešná pri vedení obchodných rokovaní po celom svete a budovaní sietí dôveryhodných partnerstiev v globálnom obchode. Je to teda veľmi mäťúci obraz. Jednoznačne sme opustili starý globálny poriadok, ale ešte sme nevstúpili do nového. Nachádzame sa v období zmätku a neistoty, ktoré nás, obávam sa, bude sprevádzať ešte nejaký čas.

Edoardo Campanella: Od januára je Trumpova administratíva aktívna v rôznych a vzdialených regiónoch – vo Venezuele, Grónsku a Iráne. Vidíte v tom nejakú geostrategickú súvislosť?

Carl Bildt: Sú v tom prvky súvislosti, ale aj čistého chaosu. Ak sa pozriete na Národnú bezpečnostnú stratégiu do roku 2025, prvou prioritou bola západná pologuľa – akási aktualizovaná Monroeova doktrína. To vysvetľuje Venezuelu. Grónsko však bolo skôr Trumpovým osobným nápadom. USA tam mali dlhodobu strategickú záujem, ale myšlienka obsadiť ho – dokonca aj silou – bola veľmi nezvyčajná. Druhou prioritou stratégie bola Čína, potom Európa a nakoniec Blízky východ. Napriek tomu, že Trump vyhlásil, že chce znížiť angažovanosť na Blízkom východe, vstúpil tam do nových konfliktov. To je v rozpore s dlhodobou stratégiou USA. Takže nevidím jasnú zjednocujúcu logiku.

Edoardo Campanella: Pozrime sa na Irán. Dočkáme sa čoskoro dohody?

Carl Bildt: Myslím si, že sa nám podarí dosiahnuť nejakú dohodu, ale nie komplexnú. Konflikt bude pretrvávajúť v rôznych podobách. Trump očakával rýchle víťazstvo, podobne ako Putin na Ukrajine. Žiadny z týchto cieľov sa však nesplnil. Režim zostáva, jadrová otázka nie je vyriešená a v Hormuzskom prielive sa objavil nový problém. Je možné, že sa podarí stabilizovať lodnú dopravu, ale širšie otázky zostanú ešte nejaký čas nevyriešené.

Edoardo Campanella: Ako bude vyzerat Blízky východ v budúcnosti o päť rokov?

Carl Bildt: Nebude to stabilné, ale dúfajme, že to nebude ani úplný chaos. Budú tam prvky obidvoch. Hlavnú úlohu bude zohrávať Izrael, ktorý zaujal agresívnejší postoj. Irán bude stále prítomný. Sýria bude naďalej sporná, Jemen komplikovaný a regionálne súperenie – napríklad medzi Abú Zabí a Rijádom – bude naďalej olejom do ohňa konfliktov. Takže: žiadna stabilita, žiadny úplný chaos, ale ani mier.



Ako bude vyzerat' Warshov FED?

Autori: Daniel Vernazza, Luca Cazzulani, Roberto Mialich

Kevin Warsh sa práve stal predsedom FEDu a nahradil Jeroma Powella. Čo však urobí Warsh? Panuje veľká neistota o tom, čo si skutočne myslí a aké zmeny by mohol vo FEDe zaviesť. Bývalý inflačný jastrab, ktorý bol v rokoch 2006 – 2011 guvernérom FEDu, v priebehu minulého roka tvrdil, že rozmach produktivity umelej inteligencie by bol dezinflačný a mohol by umožniť zníženie úrokových sadzieb, čo pravdepodobne zohralo významnú úlohu pri jeho nominácii na post predsedu FEDu zo strany prezidenta Donalda Trumpa. V nasledujúcom texte rozoberieme naše očakávania týkajúce sa FEDu pod vedením Warsha.

1. Obhajoba nezávislosti a politiky založenej na konsenze

Očakávame, že Warsh bude brániť nezávislosť FEDu a zachová konsenzuálny charakter politických rozhodnutí. To bude prinajmenšom náročné, keďže Trump opakovane požadoval zníženie úrokových sadzieb. Warsh však nebude viazaný tým, čo povedal alebo nepovedal Trumpovi počas rozhovorov o poste predsedu FEDu. Predovšetkým sa nebude chcieť zapísať do histórie ako ďalší Arthur Burns, ktorý FED viedol v rokoch 1970 až 1978 a je všeobecne známe, že podľahol politickému tlaku na zníženie úrokových sadzieb (a inflácia prudko vzrástla).

Aj keby sa Warsh podvolil Trumpovým požiadavkám (čo je nepravdepodobné), nie je v jeho kompetencii rozhodovať o menovej politike, ktorú namiesto neho určuje 12 hlasujúcich členov Federálneho výboru pre voľný trh (FOMC). V súčasnosti je FOMC rozdelený, ale nikto nežiada zníženie sadzieb. Guvernér FEDu Christopher Waller, ktorý bol predtým zástancom mierneho postoja a jedným zo štyroch posledných kandidátov, o ktorých Trump uvažoval na post predsedu FEDu, sa teraz zmenil na príslušníka tvrdej línie a povedal: „Nemôžem už vylúčiť ďalšie zvyšovanie sadzieb, ak sa inflácia čoskoro nezniží.“

2. Zníženie úrokových sadzieb na vedľajšej koľaji

Warsh sa vyslovil za to, aby sa pri rozhodovaní o úrokových sadzbách prechádzalo skôr na perspektívne myslenie než na spätnú závislosť od údajov. Bude však veľmi ťažké presvedčiť súčasný FOMC, aby podporil zmenu úrokových sadzieb na základe rozmaru. Budú skúmať prichádzajúce údaje, aby zistili, či podporujú nejaký naratív.

Ekonomické prostredie v najbližšom období nepraje znižovaniu sadzieb. Ponukové šoky spôsobené clami a nedávno aj vojnou v Iráne zvýšili celkovú infláciu výrazne nad cieľovú úroveň 2 % a blízko 4 %. Na aprílovom vypočutí v Senáte Warsh tvrdil, že FED by mal venovať väčšiu pozornosť „skrátenej priemernej“ inflácii (ktoré odstraňujú extrémne cenové pohyby) a nie jadrovej inflácii (ktorá skrýva nestále ceny potravín a energií). Miery inflácie v skrátenej priemernej sa zvyčajne pohybujú o niečo nižšie ako jadrová inflácia, čo by mohlo byť základom pre centrálnu banku, aby sa „prehliadla“ cez jednorazové cenové pohyby, a to aj v dôsledku cieľ, ktoré ovplyvňujú ceny základných tovarov. Zvýšili sa však aj inflačné očakávania vrátane trhových. Trh práce po zmiernení v 2. a 3. štvrtroku 2025 vykazuje známky stabilizácie.

Warsh už skôr tvrdil, že rozmach produktivity umelej inteligencie by mal dezinflačný charakter, čo by mohlo umožniť zníženie úrokových sadzieb, ak by sa to ukázalo ako pravdivé. Je však nepravdepodobné, že by sa tak stalo v blízkej budúcnosti, keďže veľké investície do umelej inteligencie (s cieľom využiť nové technológie a vzhľadom na to, že očakávaný vyšší rast produktivity zvyšuje návratnosť investícií) zvýšia celkový dopyt a zvýšia ceny vstupov súvisiacich s umelou inteligenciou, ako sú zariadenia na spracovanie údajov a softvér.

Z dlhodobého hľadiska nie je inflácia riadená reálnymi premennými, ako je produktivita, ale menovou politikou (ako povedal Friedman, inflácia je vždy a všade menovým javom). Je teoreticky nejednoznačné, aký vplyv bude mať rozmach produktivity spôsobený umelou inteligenciou na reálnu neutrálnu úrokovú mieru. Rastúci účinok by mohla mať vyššia produktivita – v základných ekonomických modeloch hospodárskeho rastu, ako sú Ramsayho a Solowov model, sa úroková miera rovná miere rastu (produktivity) hospodárstva. Existujú však možné kompenzačné vplyvy na prirodzenú úrokovú mieru smerom nadol. Umelá inteligencia



pravdepodobne zvýši podiel kapitálu na príjmoch (keďže zisky z umelej inteligencie budú mať vlastníci kapitálu, nie práce) a vlastníci kapitálu majú nižší hraničný sklon k spotrebe, čo by znížilo celkový dopyt a reálnu prirodzenú úrokovú mieru. Domácnosti, ktoré sa obávajú o istotu zamestnania, by tiež mohli zvýšiť svoje preventívne úspory, čím by sa neutrálna úroková miera znížila.

V našom základnom scenári FED zníži úrokové sadzby len raz v decembri tohto roka, ktoré zostanú v platnosti až do roku 2027. Napriek tomu ekonomika v skutočnosti nepotrebuje znižovanie sadzieb a riziká sa prikláňajú k tomu, že FED ponechá sadzby na stabilnej úrovni.

3. Menej riadenej komunikácie

Warsh sa na svojom vypočutí v Senáte vyjadril kriticky o komunikácii FEDu a pravdepodobne vykoná zmeny. Nie je priaznivcom metódy „dot plot“ a tvrdí, že môže tvorcom sadzieb zväzovať ruky. Myslí si tiež, že predstavitelia FEDu príliš veľa hovoria a poskytujú príliš veľa usmernení a zdalo sa, že je otvorený obmedzeniu tlačových konferencií po zasadnutí FOMC.

Warsh veľmi pravdepodobne vykoná zmeny v komunikácii FEDu, keďže FOMC asi bude otvorený zmenám nového predsedu, ktoré však budú zrejme obmedzené, a pochybujeme, že Warsh zníži počet tlačových konferencií vzhľadom na dobre zdokumentované výhody transparentnosti a vysvetľovania reakčnej funkcie FEDu trhom. Predseda tiež nebude mať takmer žiadny vplyv na množstvo prejavov a poznámok ostatných členov FOMC.

4. Menšia súvaha

Warsh sa netají svojou túžbou zredukovať súvahu FEDu a vychýliť ju smerom ku krátkodobým aktívam. Poznamenal, že bilančná politika zvyčajne prináša neprimeraný prospech najbohatšej časti obyvateľstva, zatiaľ čo politika úrokových sadzieb ovplyvňuje širšiu časť domácností. Redukcia súvahy by mala prebiehať postupne a koordinovať sa s ministerstvom financií. To je v súlade s naším názorom, keďže redukcia súvahy v období výrazného zadlžovania sa vlády by mohla spôsobiť neprimeraný tlak na finančné trhy. Akékoľvek rozhodnutie o redukcii súvahy by musela podporiť väčšina členov FOMC a pravdepodobne by sa realizovalo postupne, najmä preto, že by mohlo vytvoriť tlak na rast výnosov amerických štátnych dlhopisov.

Vplyv na trh

Očakávania trhu v súvislosti s politikou FEDu boli od začiatku vojny volatilné a zmenili sa od očakávaného zníženia sadzieb až po zhruba 25 bazických bodov sprísnenia, ktoré sú už v súčasnosti započítané. V najbližšom období budú očakávania pravdepodobne naďalej závisieť od údajov. Pokiaľ inflácia zostane vysoká, ceny energií pod tlakom a ekonomické údaje budú odolné, je nepravdepodobné, že nový predseda bude presadzovať zníženie sadzieb. V posledných týždňoch viacerí členovia Rady guvernérov signalizovali, že sa im nepáči tendencia smerom k uvoľňovaniu, čím posilnili názor, že súčasné prostredie nie je vhodné na diskusiu o uvoľňovaní menovej politiky. Okrem toho Warsh zdôrazňoval svoju nezávislosť od prezidenta; akékoľvek skoré presadzovanie nižších sadzieb by mohlo narušiť jeho dôveryhodnosť.

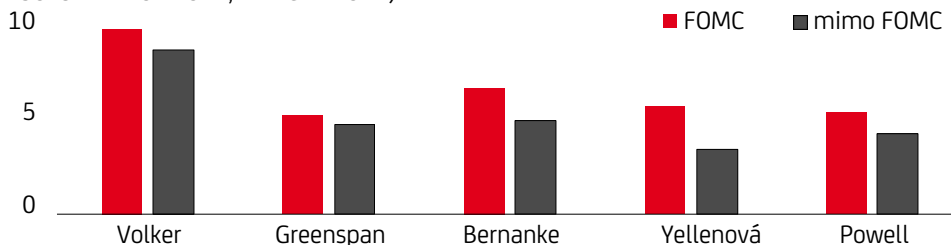
Warsh tiež vyjadril želanie zmeniť komunikáciu FEDu. Tvrdil, že predstavitelia sa vyjadrujú príliš často – najmä o podrobných úvahách do budúcnosti – čo môže vytvárať zdanlivé predbežné záväzky a obmedzovať flexibilitu politiky. Menej častá komunikácia medzi zasadnutiami a obmedzené verejné úvahy o budúcich plánoch by mohli zvýšiť volatilitu výnosov v súvislosti s oznámeniami FOMC. Naopak, obmedzenie tlačových konferencií po FOMC môže zmierniť reakcie trhu tým, že poskytne stručnejší súbor informácií.

Z historického hľadiska je volatilita výnosov vyššia v dňoch FOMC ako v dňoch mimo FOMC, čo odráža zverejnenie nových informácií. Volatilita počas Powellovho pôsobenia však bola nižšia ako za Yellenovej a Bernankeho, čo naznačuje, že pravidelná komunikácia po zasadnutí pomáha zmierňovať reakcie trhu.



GRAF 1.1: AKO REAGUJÚ VÝNOSY UST NA FED?

PRÍEMERNÁ ZMENA VÝNOSU 10-ROČNÝCH UST V DŇOCH FOMC A MIMO DNÍ FOMC
(ABSOLÚTNA HODNOTA, BÁZICKÉ BODY)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Poznámka: Graf znázorňuje priemernú absolútnu zmenu výnosov 10-ročných UST v dňoch FOMC a v dňoch mimo FOMC. Mimoriadne zasadnutia sú zo vzorky vylúčené.

Redukcia bilancie bude pravdepodobne prebiehať postupne a v strednodobom horizonte ovplyvní výnosovú krivku predovšetkým prostredníctvom termínovanej prémie. Dva body sú kľúčové.

Po prvé, každá úprava bude navrhnutá tak, aby minimalizovala volatilitu trhu. Warsh sa síce môže usilovať o zníženie tlaku na rast cien finančných aktív vyplývajúceho z rozsiahlej súvahy, ale FED má naďalej na zreteli finančnú stabilitu a bude sa snažiť tieto ciele vyvážiť.

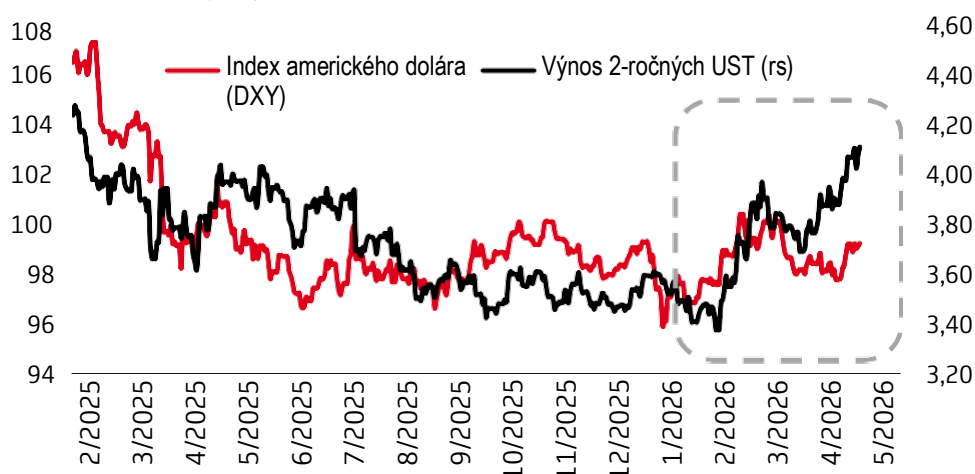
Po druhé, pred začatím redukcie bilancie musí FED zabezpečiť, aby bol dopyt bánk po rezervách primerane uspokojený. V opačnom prípade by utiahnutie mohlo vyvolať nezamýšľaný tlak na rast sadzieb peňažného trhu a oslabiť transmisiu menovej politiky.

Na devízovej strane neočakávame, že zmena na poste predsedu FEDu bude mať okamžitý a zásadný vplyv na zelenú bankovku. Výhľad USD bude pravdepodobne závisieť od vývoja na Blízkom východe a zelená bankovka môže opäť stratiť svoju pozíciu, keď zmizne riziková prémie spôsobená vojnou. Vyššie dlhodobé výnosy pozdĺž krivky by však mohli spomaliť potenciálny ústup USD vzhľadom na zvýšenú koreláciu medzi týmito dvoma veličinami, ako je znázornené v grafe 1.2 nižšie, kde je americký dolárový index (DXY) vynesenej oproti výnosu 2-ročných UST.

Pri pohľade do budúcnosti sa ako najkritickejší faktor ovplyvňujúci zelenú bankovku javí skutočná nezávislosť FEDu. Predseda FEDu Kevin Warsh bol počas svojho pôsobenia vo funkcii guvernéra FEDu považovaný za zástancu tvrdej línie. Ak teda zachová tento postoj v rámci FOMC, USD pravdepodobne neutrpí. Naopak, zelená bankovka môže oslabovať, ak vznikne prémie za dôveryhodnosť centrálnej banky. Pokiaľ ide o politickú politiku, forwardové sadzby v USA naznačujú, že FED bude v budúcnosti mierne sprísňovať svoju politiku, pričom stále očakávame zníženie sadzieb v decembri – tento scenár by mohol investorov zastihnúť na nesprávnej vlne a pôsobiť ako brzda na USD.

GRAF 1.2: CITLIVOSŤ USD NA VÝNOSY UST SA VRÁTILA

DOLÁROVÝ INDEX (DXY) A VÝNOSY Z 2-ROČNÝCH UST



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit





1 Ropa: vážne narušenie, krehké obnovenie rovnováhy

Po troch mesiacoch konfliktu na Blízkom východe sú narušenia dodávok spojené s obmedzenými tokmi cez Hormuzský prieliv naďalej príčinou výraznej volatility na trhoch s ropou. Referenčné ceny sa prudko zmenili v reakcii na meniace sa signály týkajúce sa potenciálnej dohody medzi USA a Iránom. Kumulatívna strata dodávok z Perzskom zálive je síce bezprecedentná, ale skutočná nerovnováha medzi ponukou a dopytom sa čiastočne zmiernila znížením dopytu, koordinovaným uvoľňovaním zásob a zmenou konfigurácie obchodných tokov, pričom vývoz z Atlantickej panvy výrazne vzrástol, aby zásoboval trhy na východe Suez. Trh by mal zostať v deficite po väčšinu roka 2026, pričom ku koncu roka sa bude postupne vyrovnávať. Rozsah kumulatívneho vyčerpania zásob poukazuje na predĺžené obdobie nedostatku zásob aj po normalizácii ponuky. Náš hlavný scenár predpokladá aspoň čiastočné obnovenie tokov, čo umožní postupné zmiernenie cien na úroveň približne 90 USD za barel do konca roka.

2 ECB: Júnové zvýšenie je hotovou vecou

Zvyšovanie sadzieb v eurozóne sa blíži. Vzhľadom na naše očakávania, že inflácia bude v 2. polroku 2026 v priemere okolo 3,5 %, ekonomika sa vyhne recesii a trh práce sa vyhne poklesu, je veľmi pravdepodobné, že ECB na svojom najbližšom zasadnutí 11. júna začne sprísňovať menovú politiku. Viacerí vplyvní členovia Rady guvernérov už naznačili, že zvýšenie sadzieb sa pripravuje. Kľúčovou otázkou je, čo sa stane s úrokovými sadzbami po júni. Odpoveď závisí najmä od vývoja vojny a cien energií. Ak sa náš predpoklad, že ceny energií začnú do leta klesať, ukáže ako správny, ECB bude pravdepodobne sprísňovať len mierne, a to z troch dôvodov. Po prvé, inflačné očakávania zostávajú dobre ukotvené. Po druhé, finančné podmienky sa už sprísnil v dôsledku vyšších dlhodobých výnosov, čo znižuje tlak na ECB, aby konala agresívne. Po tretie, existujú obmedzené dôkazy o sekundárnych účinkoch na mzdy, čo znižuje riziko širšieho prenosu vyšších cien energií na neenergetické tovary a služby. Preto vidíme konečné zvýšenie sadzieb v septembri, čím sa depozitná sadzba dostane na 2,50 %, čo je horná hranica pravdepodobného neutrálneho pásma.

3 FED: ukončenie tendencie k uvoľňovaniu

Zasadnutie FEDu 16. a 17. júna bude prvé, ktorému bude predsedať Kevin Warsh. Výbor pre stanovenie úrokových sadzieb (FOMC) takmer určite ponechá úrokové sadzby na stabilnej úrovni, pričom cieľové rozpätie sadzby federálnych fondov zostane na úrovni 3,50 – 3,75 %. Inflácia sa výrazne zvýšila, pričom v apríli dosiahla celková PCE inflácia 3,8 % a jadrová inflácia 3,3 %. Veľkou otázkou tohto zasadnutia FEDu je, či FOMC upustí od implicitného uvoľňovania z vyhlásenia po zasadnutí. Ešte v apríli výbor zachoval tento zmierňujúci postoj, ale traja hlasujúci členovia (Beth Hammacková, Neel Kashkari a Lorie Loganová) sa vyslovili proti neutrálnemu postoj. Myslíme si, že na budúctýždňovom zasadnutí sa bude pokračovať v uvoľňovaní, čo by malo pomôcť dôveryhodnosti Warsha v boji proti inflácii. Stále očakávame, že FED v decembri zníži sadzby za predpokladu, že ceny ropy začnú od leta postupne klesať, ale riziká nasvedčujú skôr tomu, že FED nezakročí.



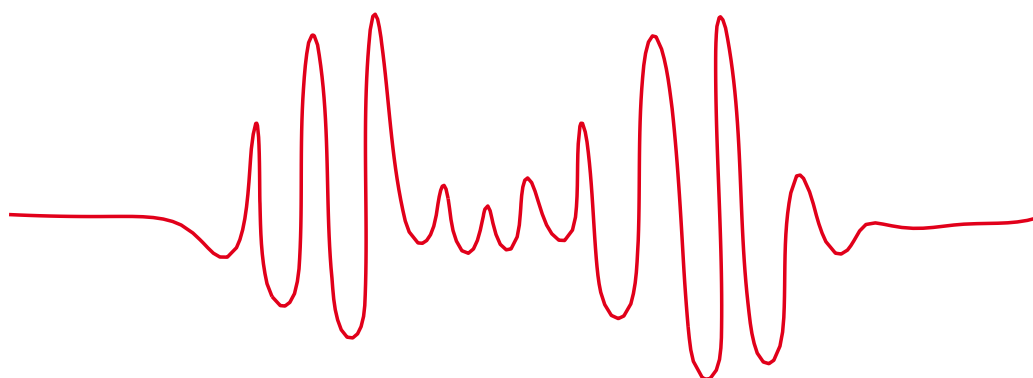


Vývoj na trhu

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

Šum...

Odolná výkonnosť trhu viedla k osemťždňovej víťaznej sérii indexu S&P 500, ktorý dosiahol nové historické maximum, podporené silným rastom akcií polovodičov. Nálada v súvislosti s riešením konfliktu medzi USA a Iránom sa zlepšila po konštruktívnych správach o pokroku v rokovaní. Ceny energií a výnosy štátnych dlhopisov prudko reagovali na obavy z eskalácie a potom na nádej na dosiahnutie dohody. Politická rétorika, najmä zo strany Washingtonu, spolu s neistotou, čo sa týka reakcií centrálnych bánk na cenové tlaky súvisiace s vojnou a cenami energií, ešte viac skomplikovali situáciu, ktorá bude pravdepodobne aj naďalej ovplyvňovaná správami v médiách.



... a signál

Pod volatilitou sa trhy naďalej opierajú o základy. Precenenie súvisiace s nedávnymi geopolitickými udalosťami sa sústredilo skôr na rizikové prirážky než na revíziu očakávaní budúceho rastu alebo ziskov, pričom neexistujú žiadne dôkazy o významnom posune smerom k recesii. V segmente cenných papierov s pevným výnosom odrážajú vyššie výnosy skôr obnovené obavy z inflácie súvisiace so šokom v oblasti cien energií a s tým spojenou dynamikou termínových prémie, ako obavy z dlhotrvajúceho konfliktu, zatiaľ čo v segmente úverových cenných papierov nedošlo k rozšíreniu rozpätí, čo odráža strednodobý optimistický výhľad investorov. Akcie preukázali pozoruhodnú odolnosť, keď čerpanie zostalo obmedzené, po čom nasledovalo silné zotavenie indexu S&P 500, ktorý sa oproti minimám z konca marca zvýšil o 17 %. Akcie podporila silná dynamika rastu ziskov, najmä v tých amerických spoločnostiach, ktoré profitujú z rozmachu umelej inteligencie. Celkovo možno konštatovať, že geopolitická situácia síce zvýšila krátkodobú volatilitu, nezmenila však hlavné hnacie sily trhov: odolnosť ziskov, vývoj inflácie a obmedzený priestor pre rýchle uvoľňovanie menovej politiky centrálnych bánk. Keďže trhy počítajú s blížiacou sa dohodou medzi USA a Iránom, akýkoľvek väčší neúspech spojený s obnovením vojenskej eskalácie by mohol investorov zastihnúť na nesprávnej vlne a viesť k rizikovým obchodom.

Akcie

Mikroekonomické faktory ukotvuje trhy uprostred makrošumu

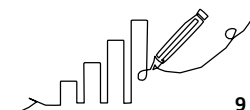
Zachovávame si konštruktívny výhľad na akciové trhy, aj keď so zvýšeným dôrazom na rozvíjajúce sa trhy a americké akcie. Európa je vzhľadom na svoje odvetvové zloženie najviac ovplyvnená geopolitickými rozrušeniami. Celkovo však zostáva kľúčovým bodom, že **pokračujúci rast ziskov by mal byť hnacou silou ďalšieho rastu akciových trhov**.

Akcie USA sú od eskalácie napätia na Blízkom východe na čele globálnej výkonnosti a napriek pretrvávajúcej geopolitickej neistote naďalej preukazujú pozoruhodnú odolnosť – aj keď narušenie Hormuzského prielivu ovplyvňuje globálne dodávateľské reťazce. Schopnosť trhu absorbovať tieto šoky bez podstatného zhoršenia nálady odráža pretrvávajúcu dominanciu cyklu ziskov nad makrošumami: odpor spôsobený vyššími nákladmi na energiu je kompenzovaný neprerušenou – a sčasti ďalej sa zrýchľujúcou – silou investičného cyklu poháňaného umelou inteligenciou. Rast zisku zostáva stabilný, podporený pozitívnym prevádzkovým pákovým efektom, trvalou cenovou silou a pokračujúcim rozširovaním kapitálových výdavkov súvisiacich s umelou inteligenciou v jednotlivých sektoroch. Revízie ziskov sú čoraz priaznivejšie a realizované výsledky naďalej prekonávajú očakávania, čo posilňuje dôveru v trvalosť expanzie. Technológie s veľkou kapitalizáciou zostávajú ústredným prvkom štrukturálneho rastu, ale prírástkovú výkonnosť čoraz viac dosahujú segmenty, ktoré sú vystavené väčšej cyklickej záťaži. V dôsledku toho sa trajektória trhu stáva menej závislou od expanzie násobkov a je pevnejšie ukotvená v progresii ziskov. Kľúčové riziká vyplývajú z potenciálneho nepriaznivého scenára prelievania makrozťaží: pretrvávajúcich inflačných tlakov a vyšších výnosov na kapitálových trhoch.

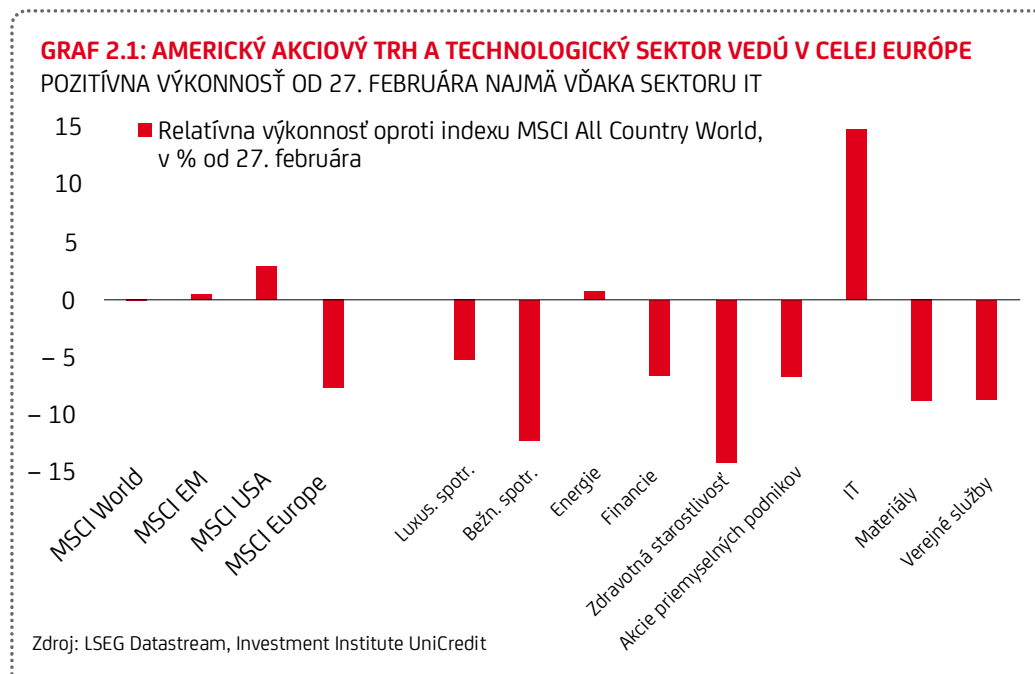
Európske akcie sú naďalej viac vystavené prenosu geopolitického rizika, najmä prostredníctvom výrazne zvýšených nákladov na energiu, a od eskalácie napätia na Blízkom východe zaostávajú za svojimi globálnymi partnermi. Narušenia v okolí Hormuzského prielivu sa premietajú do výhľadu príjmov prostredníctvom vyšších nákladov na energiu a rastúcej neistoty v oblasti dopytu. Podobne ako v prípade predchádzajúcich energetických šokov je prispôbovanie postupné: podniky spočiatku absorbujú alebo preniesú vyššie vstupné náklady, ale čím dlhšie zostávajú ceny zvýšené, tým väčšie je riziko, že sa dopyt oslabí a revízia ziskov sa rozšíri smerom nadol. Na úrovni indexu sa tak vytvára kompenzačná dynamika. Zisky súvisiace s energetikou poskytujú čiastočnú podporu, zatiaľ čo viac cyklické a domáce sektory čelia tlaku v dôsledku zhoršujúcich sa podmienok dopytu. Zároveň obmedzená expozícia Európy voči štrukturálnym faktorom rastu, najmä umelej inteligencii, obmedzuje jej schopnosť kompenzovať tieto protivetry na celkovej úrovni. Okrem toho pretrvávajúce vysoké ceny energií predstavujú riziko predĺženia inflačných tlakov, čo zvyšuje vyhliadky na sprísnenie menových podmienok a zvyšuje tlak na ocenenie. To sa čoraz viac odráža v tokoch a relatívnej výkonnosti. Predchádzajúca diverzifikácia investorov do európskych akcií sa zastavila a kapitál sa vrátil na trhy, ktoré ponúkajú lepšiu viditeľnosť ziskov a expozíciu voči štrukturálnemu rastu. To sa odráža v medzioročnej výkonnosti európskych akcií, ktorá zaostáva za inými regiónmi, ako sú rozvíjajúce sa trhy a USA.

Popri amerických akciách od konca februára dosahujú lepšie výsledky aj **rozvíjajúce sa trhy**, aj keď s väčším rozptylom. Zisky dosiahli ekonomiky zapojené do dodávateľského reťazca umelej inteligencie, najmä Južná Kórea a Taiwan, zatiaľ čo trhy, ktoré sú viac vystavené geopolitickému narušeniu, zaostávali. V širšom zmysle sú rozvíjajúce sa trhy čoraz viac formované ich dvojitou expozíciou voči umelej inteligencii a komoditám: Ázijské trhy ťažia z prepojenia s polovodičmi a hardvérom, zatiaľ čo ostatné si zachovávajú silný vplyv na reálne aktíva. Táto kombinácia posilňuje úlohu rozvíjajúcich sa trhov ako diverzifikovaného zdroja globálnych výnosov, hoci sú naďalej citlivé na prísnejšie podmienky globálnej likvidity vyplývajúce z potenciálne vyšších výnosov v USA a silnejšieho USD.

V **Ázii a Tichomorí** má **Japonsko** štrukturálne lepšiu, ale navonok citlivú pozíciu. Japonské akcie sa od vypuknutia vojny v Iráne držali relatívne dobre, k čomu im pomohol ich vplyv na globálne investičné cykly. Túto relatívnu odolnosť umocňuje posilňovanie domáceho prostredia:



rastúce inflačné očakávania (po dlhom období deflácie, známom aj ako „stratené desaťročia“), prebiehajúce reformy správy a riadenia spoločností a trvalý dôraz na efektívnosť kapitálu sú základom postupného opätovného hodnotenia trhu, aj keď hospodárstvo je naďalej vystavené obnovení volatility cien energií a potenciálnemu zmierneniu globálneho dopytu.



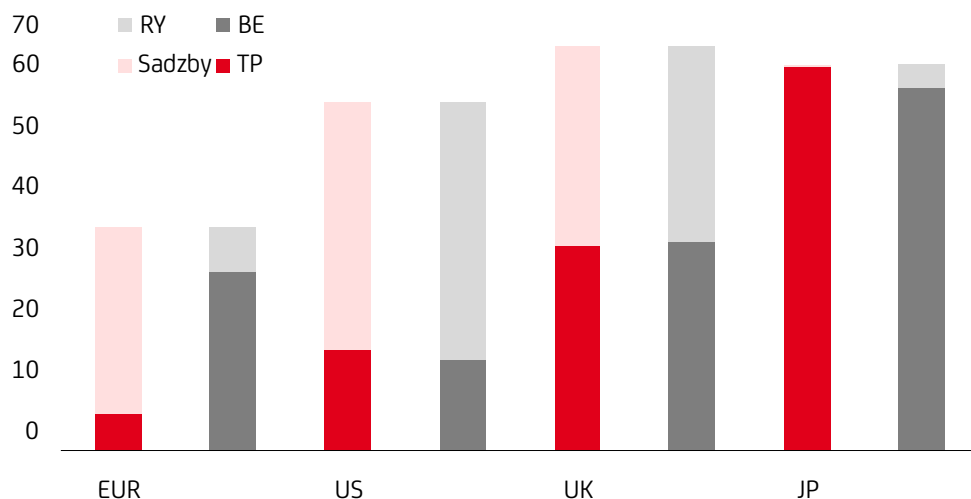
Pevne úročené cenné papiere

Rast výnosov dlhopisov spôsobený najmä očakávaniami z centrálnych bánk

Výnosy štátnych dlhopisov od vypuknutia vojny v Iráne rástli a v posledných týždňoch sa ich rast zrýchlil, pričom výnosy 10-ročných dlhopisov v USA, Spojenom kráľovstve a Japonsku dosiahli niekoľko desaťročných maxím. Väčšinu tlaku na rast spôsobili očakávania ďalšieho zvyšovania sadzieb zo strany hlavných centrálnych bánk. Táto dynamika sa prejavila najmä v USA a Spojenom kráľovstve, zatiaľ čo Japonsko vyniká tým, že očakávania týkajúce sa sprísnenia politiky Bank of Japan zostávajú relatívne stabilné.

Trhy správne spájajú vyššie ceny energií s reakciami centrálnych bánk v súlade s ich nedávnou komunikáciou. Vzhľadom na to, že ide o druhý inflačný šok v priebehu niekoľkých rokov, tvorcovia politiky sa zameriavajú na ukotvenie očakávaní skôr, ako sa objavia sekundárne efekty. Prudké preceňovanie očakávaní týkajúcich sa poistných sadzieb tiež naznačuje, že úprava poistného na určitý čas bola relatívne obmedzená, pričom Japonsko je čiastočnou výnimkou.

GRAF 2.2: VLÁDNE DLHOPISY VZRÁSTLI NAJMA VĎAKA PRECENENIU CENTRÁLNEJ BANKY
ZMENA BODU RENTABILITY 10-ROČNÝCH DLHOPISOV, REÁLNYCH VÝNOSOV, ČASOVEJ PRÉMIE A OČAKÁVANEJ ÚROKOVEJ SADZBY (%)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Poznámka: V grafe sú znázornené zmeny zlomových bodov rentability 10-ročných dlhopisov (BE), 10-ročných reálnych výnosov (RY) a očakávanej úrokovej sadzby v horizonte 12 mesiacov.

Pre investorov do dlhopisov toto prostredie predstavuje dve hlavné výzvy. Po prvé, výkonnosť dlhopisov je čoraz viac viazaná na očakávania menovej politiky, ktoré sú samy osebe veľmi citlivé na ceny energií a geopolitický vývoj na Blízkom východe. Hoci existujú náznaky možného pokroku smerom k vyriešeniu konfliktu, neistota zostáva vysoká, čo mimoriadne sťažuje umiestňovanie dlhopisov.

Po druhé, keďže výnosy sa primárne odvíjajú od politických očakávaní, dlhopisy by mohli profitovať zo spomalenia rastu, ale zostávajú zraniteľné voči ďalšiemu nárastu termínovaných prémie. Toto riziko je obzvlášť relevantné v USA a Spojenom kráľovstve vzhľadom na pretrvávajúce vysoké fiškálne deficity, oslabujúcu fiškálnu dynamiku a nestabilné politické prostredie. Je to však aj faktor, ktorý prichádza do úvahy pri štátnych dlhopisoch eurozóny.

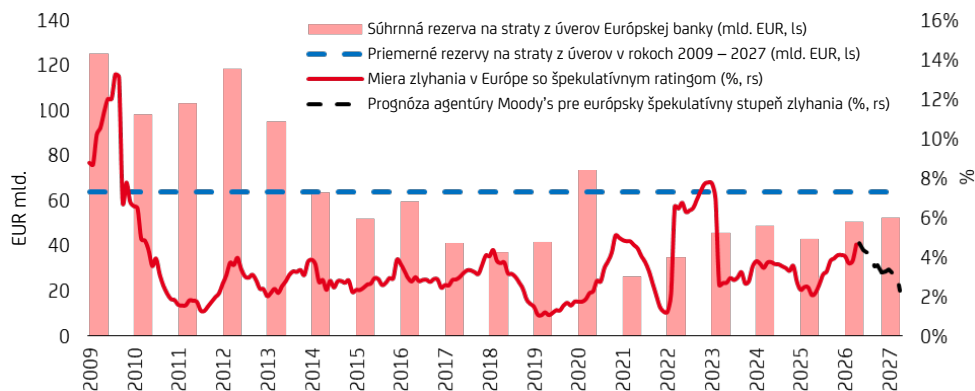
Podnikové úverové rozpätie: zatiaľ odolné

Európske rizikové prémie za úverové riziko sa v posledných týždňoch normalizovali a vo väčšine trhových segmentov sa vrátili na úroveň pred konfliktu medzi USA a Iránom. Na základe celkovej návratnosti dosiahli všetky segmenty úverového trhu od začiatku roka mierne kladné celkové výnosy. Na sektorovej úrovni sa lepšie darilo automobilom a náhradným dielom, ropu a plyn a základným zdrojom, zatiaľ čo technológie a cestovanie a voľný čas dosiahli slabšie výsledky. Úverový trh podporovali vysoké hodnoty carry, stále solídne úverové základy, ktoré sa potvrdili počas aktuálnej výsledkovej sezóny, ako aj očakávania, že napätie v Hormuzskom prielive zostane obmedzené a že sa čoskoro opäť otvorí. Ďalším podporným faktorom sú celkovo vysoké hotovostné rezervy európskych emitentov, ktoré by mali zabrániť zvyšovaniu miery nesplatených dlhov v budúcnosti. Napriek tomu, že aktuálna výsledková sezóna bola celkovo pozitívna a potvrdila solídne úverové ukazovatele (keďže nedávny vývoj cien energií a iných vstupov sa ešte musí premietnuť do úverových ukazovateľov podnikov), zostávame pri našom očakávaní rozširovania rozpätia do konca roka. Pokiaľ ide o sektory, ponechávame naše odporúčanie prevážiť základné zdroje, ropu a plyn a telekomunikácie a naše odporúčanie podvážiť automobily a náhradné diely, chemikálie, technológie a cestovanie a voľný čas, pretože sú vystavené buď voľnej kúpnej sile, alebo vysokým nákladom na energiu.

Úverové rozpätia finančných spoločností zostali tiež odolné. Sentiment podporili dobré výsledky európskych bánk za 1. štvrťrok 2026. Výhľad čistých úrokových výnosov ťažil najmä z vyššej úrovne výnosov a ukazovatele kvality aktív stále vykazujú odolný obraz. Aj napriek vyšším geopolitickým rizikám bol záujem investorov o obchody na primárnom trhu veľmi silný a objednávky na nové ponuky bankových dlhopisov zostali veľmi silné. Úspešné financovanie súkromných úverových subjektov na kapitálovom trhu znížilo obavy týkajúce sa rizika likvidity triedy aktív súkromných úverov, čo tiež podporilo náladu voči bankovým úverom.

GRAF 2.3: REZERVY BÁNK NA STRATY Z ÚVEROV ZOSTANÚ ODOLNÉ.

KONSENZUÁLNE ODHADY PRE BANKY NA ROKY 2026 A 2027 ZOSTÁVAJÚ NEZMENENÉ



Poznámka: Graf zobrazuje agregované rezervy na straty z úverov (skutočné a konsenzuálne odhady) kótovaných bánk zaradených do indexu STOXX 600 Banks.

Zdroj: Moody's, Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Devízový trh

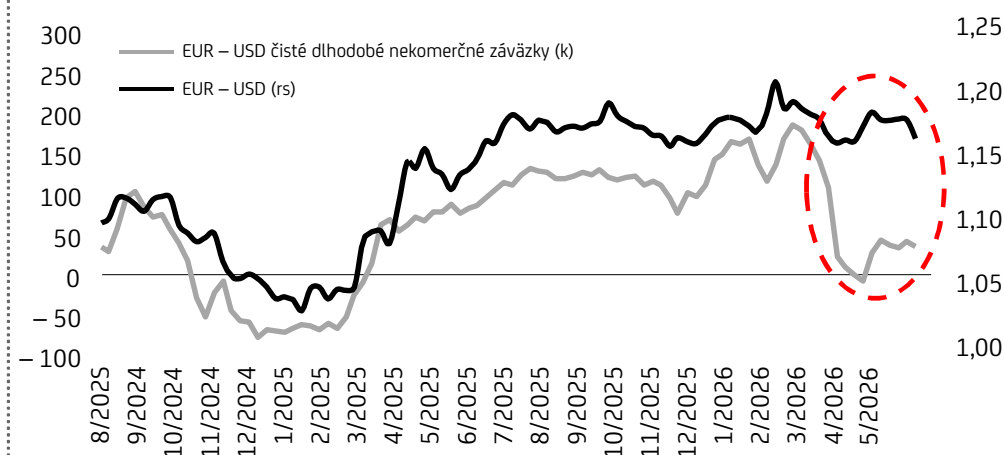
EUR – USD: Kríza na Blízkom východe a obavy z inflácie sú stále témami

Výhľad pre EUR – USD sa výrazne nezmenil: hlavnou hnacou silou zostáva kríza na Blízkom východe a je nepravdepodobné, že by investori vzhľadom na stagnáciu v tejto oblasti prelomili súčasnú patovú situáciu. Dokonca aj jednoduchá zmluva o budúcej zmluve medzi USA a Iránom, ktorý by pripravil pôdu pre možné obnovenie oficiálnych rokovaní začiatkom júna na ďalších 30 až 60 dní, sa zdá byť neuveriteľne zložitá. Patová situácia tak môže trvať dlhšie, ako trhy očakávali. Náladu na devízovom trhu nepodporujú ani obavy, že Hormuzský prieliv sa tak skoro znova neotvorí. Riziko vyššej rizikovej prémie za infláciu pri amerických štátnych dlhopisoch môže pomôcť americkému doláru udržať si pozíciu voči ostatným hlavným devízovým menám.

V posledných týždňoch však investori skôr len znížili svoju čistú dlhú expozíciu voči EUR – USD, než aby sa vrátili k čistej krátkej expozícii. V nasledujúcom grafe je tento pár zobrazovaný v porovnaní s nekomerčnými záväzkami obchodníkov, ktoré vykazuje Komisia pre obchodovanie s komoditnými termínovanými obchodmi (CFTC) na medzinárodnom peňažnom trhu (IMM), čo je dobrý ukazovateľ prevládajúceho sentimentu na trhu. V týždni končiacom sa 22. mája investori znížili svoju čistú dlhú expozíciu voči EUR – USD z 40,2 tis. kontraktov na 33,5 tis. kontraktov na začiatku mája, čo nie je príliš veľa, ak vezmeme do úvahy, že EUR – USD v rovnakom čase klesol z približne 1,1790 na 1,1590. EUR – USD sa stále obchoduje nad úrovňou 1,16 po neúspešnom raste nad 1,18. To potvrdzuje, že prelomenie obchodného pásma od začiatku roka medzi maximom 1,2078 (dosiahnutým v januári) a minimom 1,1412 (dosiahnutým v polovici apríla) bude pravdepodobne ťažké v oboch smeroch.

Na pár EUR – USD si zachovávame mierne pozitívny pohľad a očakávame, že napätie na Blízkom východe sa zmierni, čím zelená bankovka stratí status bezpečnej svetovej meny, ktorý mala počas týchto troch mesiacov konfliktu. Keď riziková prémie spôsobená vojnou zmizne, trhy sa pravdepodobne opäť zamerajú na neistotu vyplývajúcu z hospodárskej politiky prezidenta Donalda Trumpa. Očakávania týkajúce sa sadzieb sa môžu stať kritickejšími, keďže forwardy v súčasnosti predpokladajú približne dve zvýšenia sadzieb zo strany ECB, ako je to v našom základnom scenári, v porovnaní s jedným zvýšením zo strany FEDu do decembra. Na druhej strane stále očakávame zníženie sadzieb v USA do decembra, čo je scenár, ktorý môže stále hrať v prospech eura. Napokon, Trump sa môže pokúsiť znížiť kurz USD pred voľbami v polovici volebného obdobia začiatkom novembra, aby zlepšil obchodnú bilanciu USA tým, že zvýhodní vývoz, keďže dovozné clá boli väčšinou zmrazené. Podľa nášho názoru by prípadné odrazenie EUR – USD ponechalo pár blízko horného konca referenčného pásma 1,15 – 1,20.

GRAF 2.4: TRH JE STÁLE PRI PÁRE EUR – USD ZAMERANÝ DLHODOBO, NIE KRÁTKODOBO
EUR – USD A NEKOMERČNÉ ZÁVÄZKY NA IMM



Zdroj: LSEG, Investment Institute UniCredit

Komodity

Ropa

Takmer 80 krajín údajne zaviedlo opatrenia na zmiernenie dosahov na svoje ekonomiky, keďže konflikt v Iráne naďalej zaťažuje svetové trhy s energiou, s osobitným dôrazom na Hormuzský prieliv. Dopyt po rope v súčasnosti prevyšuje ponuku, čo vedie k neustálemu znižovaniu zásob. Strategické rezervy zatiaľ pomohli zmierňovať zmeny, ale základné trhové podmienky zostávajú napäté, najmä v oblasti rafinovaných produktov.

Zdá sa, že v najbližšom období je pravdepodobná ďalšia volatilita cien, aj keď predbežný pokrok v rokovaníach o prímerí a vyhliadky na opätovné otvorenie prielivu začali zmierňovať bezprostredné riziká rastu, zatiaľ čo sa očakáva, že trhy s ropou zostanú napäté aj počas zvyšku tohto roka. Náš základný scenár stále predpokladá aspoň čiastočné obnovenie tokov, čo umožní, aby sa ceny do konca roka znížili na približne 90 USD za barel – výhľad, ktorý je čiastočne zohľadnený, keďže očakávania predĺženia prímeria a opätovného otvorenia prielivu sú súčasťou prevládajúcich trhových predpokladov. V prípade nepriaznivejšieho scenára by dlhotrvajúce prerušenie vývozu z Perzského zálivu mohlo stále výrazne zvýšiť ceny ropy.

Zemný plyn

Referenčná cena zemného plynu v Európe (TTF) je naďalej veľmi volatilná a mala by zostať zvýšená aj v prípade obnovenia dopravy cez Hormuzský prieliv v dôsledku poškodenia plynárenskej infraštruktúry počas vojny v Iráne. TTF sa v poslednom čase obchodovala za približne 50 EUR/MWh, ale v porovnaní s Brentom bola podhodnotená, najmä v dôsledku prudkého poklesu dovozu ázijského LNG od začiatku vojny v Iráne. Súčasná situácia v oblasti cien plynu sa zdá byť príliš priaznivá, keďže európska sezóna obnovy zásob sa začala pomaly. Zásoby plynu v EÚ predstavovali na konci mája 2026 približne 40 %, čo je výrazne pod sezónnymi normami.

Okrem toho by horúce leto v Ázii mohlo priniesť novú konkurenciu pre spotový LNG v dôsledku rastúceho dopytu po klimatizácii. Tlak na rast TTF sa zvyšuje, keďže vývoz plynu z Kataru a SAE zostáva blokovaný a predstavuje približne 20 % celosvetových dodávok LNG. Tým sa postupne znižuje prebytok ponuky očakávaný na začiatku roka a mal by sa zvyšovať tlak na rast cien, kým nedôjde k vyriešeniu konfliktu.

Zlato

Zlato sa v poslednom čase obchodovalo v pásme 4 400 – 4 700 USD za uncu a konsolidovalo sa pod predchádzajúcimi maximami, keďže obavy z inflácie spojené s napätím na Blízkom východe a pevnejší výhľad sadziieb v USA podporili reálne výnosy a USD, čo zmiernilo krátkodobú dynamiku tohto drahého kovu. Poklesy zároveň zostali obmedzené a zlato sa naďalej obchoduje výrazne nad úrovňami zo začiatku roka, čo poukazuje na odolný základný dopyt.

Pri pohľade do budúcnosti bude krátkodobé smerovanie pravdepodobne naďalej závisieť od očakávaní úrokových sadziieb a dynamiky meny. V strednodobom až dlhodobom horizonte však širšie investičné hľadisko zostáva konštruktívne: geopolitická roztrieštenosť, zvýšený globálny dlh a trvalý dopyt centrálnych bánk po diverzifikácii rezerv poskytujú pevnú štruktúrnu oporu. Hoci volatilita teda v krátkodobom horizonte pravdepodobne pretrvá, strednodobé až dlhodobé prognózy pre zlato zostávajú pozitívne.



Tabuľky s prognózami

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

	Reálny HDP (% R/R)			Spotrebitel'ské ceny (% R/R)			Rozpočtové saldo (% HDP)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Globálne	3,2	3,1	3,2	-	-	-	-	-	-
USA	2,1	2,3	2,0	2,7	3,5	2,6	- 7,4	- 7,9	- 8,0
Eurozóna	1,5	0,8	1,1	2,1	3,1	2,3	- 2,9	- 3,7	- 3,6
Nemecko	0,2*	0,9*	1,6*	2,2	2,7	2,3	- 2,7	- 4,3	- 4,3
Francúzsko	0,9	0,7	1,0	0,9	2,0	1,6	- 5,1	- 5,0	- 4,6
Taliansko	0,7	0,5	0,6	1,5	3,1	2,1	- 3,1	- 2,9	- 2,8
Španielsko	2,8	2,3	1,6	2,7	3,3	2,6	- 2,4	- 2,1	- 2,2
UK	1,3	0,6	1,0	3,4	3,3	2,2	- 4,5	- 3,8	- 3,5
Čína	5,0	4,6	4,2	- 0,2	1,2	1,1	- 7,9	- 8,2	- 8,4
Japonsko	1,0	0,8	0,8	3,0	2,1	2,0	- 3,1	- 4,0	- 3,8
India	7,6	6,5	6,5	2,1	4,7	4,0	- 7,4	- 7,4	- 7,3

Zdroj: Investment Institute UniCredit

* Údaje mimo WDA. Upravené na pracovné dni: 0,3 % (2025), 0,6 % (2026) a 1,5 % (2027)

ÚDAJE CENTRÁLNÝCH BÁNK

	Aktuálne	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27
Fed	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
ECB	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,25
BOE	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75
BoJ	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25	1,50
Riksbank	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00
Norges Bank	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50

Zdroj: Poznámka Investment Institute UniCredit:

Údaje sú ku koncu obdobia



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	1. 6. 2026	3Q26	4Q26	1Q27
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,00	2,50	2,50	2,50
3M Euribor	2,28	2,52	2,55	2,55
2Y Schatz	2,63	2,65	2,60	2,50
10-ročný nemecký dlhopis	3,00	3,10	3,00	3,00
2Y EUR swap	2,82	2,85	2,75	2,65
10Y EUR swap	3,04	3,15	3,05	3,05
10-ročné rozpätie swap – Bund	4	5	5	5
2Y BTP	2,79	2,85	2,80	2,70
10Y BTP	3,74	3,90	3,80	3,80
10-ročné rozpätie BTP – Bund	74	80	80	80
USA				
Sadzba Fed	3,75	3,75	3,50	3,50
3M OIS SOFR	3,65	3,60	3,42	3,42
2Y UST	4,03	3,75	3,65	3,65
10Y UST	4,45	4,40	4,40	4,50
10-ročné rozpätie UST – Bund	145	130	140	150

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ REZERVY

	1. 6. 2026	3Q26	4Q26	1Q27
EUR – USD	1,16	1,18	1,19	1,20
USD – JPY	159	154	152	150
EUR – JPY	185	182	181	180
GBP – USD	1,34	1,33	1,32	1,32
EUR – GBP	0,87	0,89	0,90	0,91
USD – CNY	6,77	6,85	6,80	6,78
EUR – CNY	7,87	8,08	8,09	8,14

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	1. 6. 2026	Polovica roka 2026	Koniec roka 2025
Ropa			
Brent USD/barel	95	100	90
Akcie			
Euro STOXX 50	6 035	6 100	6 400
STOXX Europe 600	621	630	660
DAX	25 003	25 500	26 500
MSCI Taliansko	126	128	135
S&P 500	7 600	7 500	7 800
Nasdaq 100	30 514	30 000	32 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	72	90	95
iBoxx Banks Senior	68	85	90
iBoxx High Yield NFI	265	325	350

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

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

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



Vývoj vybraných indexov finančného trhu

Od	1. 6. 2021	1. 6. 2022	1. 6. 2023	1. 6. 2024	1. 6. 2025	1. 6. 2026	1. 6. 2027
Do	1. 6. 2022	1. 6. 2023	1. 6. 2024	1. 6. 2025	1. 6. 2026	1. 6. 2027	1. 6. 2028

INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (Celkový výnos, v %)

MSCI Svet (v USD)	- 5,3	4,5	24,1	15,1	28,0	80,0	10,7
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	- 21,1	- 6,9	12,5	12,7	55,1	47,1	25,7
MSCI USA (v USD)	- 2,9	4,6	27,1	14,9	29,3	90,2	11,1
MSCI Európa (v EUR)	2,0	7,7	17,4	9,5	17,4	66,3	8,0
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	- 17,6	- 2,8	13,9	13,5	45,5	51,5	23,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	0,6	7,2	17,6	9,8	17,6	64,5	8,0
DAX 40 (Nemecko v EUR)	- 7,9	10,6	16,7	29,7	4,6	62,8	2,5
MSCI Taliansko (v EUR)	- 0,5	15,8	38,2	23,4	26,8	150,5	10,8
ATX (Rakúsko, v EUR)	- 0,6	- 3,5	27,3	26,9	43,4	124,0	17,7
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	3,4	1,4	9,7	6,2	14,2	38,9	5,1
S&P 500 (USA, v USD)	- 1,0	4,7	26,9	14,4	29,8	93,8	11,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	- 2,9	16,1	25,9	1,7	77,8	153,4	32,7
CSI 300 (Čína, v juanoch)	- 22,1	- 4,6	- 3,6	10,4	30,9	4,1	6,2

INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	- 9,8	- 2,2	- 3,3	5,7	4,3	- 6,6	- 0,6
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	- 11,4	- 6,7	- 0,5	3,8	- 0,2	- 14,9	0,8
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 10,9	- 5,8	1,8	5,1	0,6	- 9,8	0,8
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 9,5	- 2,8	5,1	6,5	2,3	0,7	0,8

VÝNOSY DLHOPISOV (ZMENA V BÁZICKÝCH BODOCH = 0,01 PERCENTUÁLNEHO BODU)

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	132	67	89	- 17	5	284	29
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	136	108	37	- 13	39	309	8
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	148	117	20	- 26	38	299	10
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	213	141	- 23	- 61	36	307	18

VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)

Americký dolár (EUR – USD)	- 12,4	- 0,1	1,4	4,8	2,7	- 4,6	- 0,9
Britská libra (EUR – GBP)	- 1,3	0,8	- 0,5	- 1,2	3,1	0,8	- 0,6
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	- 6,2	- 5,6	0,9	- 4,8	- 2,5	- 17,0	- 2,2
Japonský jen (EUR – JPY)	3,5	7,6	14,3	- 3,9	13,8	38,6	0,7

KOMODITY (ZMENA V %)

Komoditný index (GSCI, v USD)	- 3,7	7,1	16,9	38,6	37,4	131,5	5,0
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	6,0	- 17,8	16,6	- 9,3	42,3	32,8	14,6
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	- 2,9	7,3	17,8	40,1	39,8	140,9	6,2
Ropa (Brent, v USD za barel)	65,5	- 36,2	10,1	- 22,7	44,0	32,0	51,2

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 1. júnu 2026)

Poznámka: Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti.

V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu.





UniCredit S.p.A.
Investment Institute UniCredit



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Miláno



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

VEDENIE INŠTITÚTU

Manuela D'Onofrio,
predsedníčka
Fabio Petti, podpredseda
Edoardo Campanella,
riaditeľ a šéfredaktor

GENERÁTORI NÁPADOV

Tullia Bucco
Alessandro Caviglia,
CIO, Taliansko
Luca Cazzulani
Francesco Maria Di Bella
Loredana Maria Federico
Eszter Gárgyán
Mauro Giorgio Marrano
Erik Haubold,
CIO, Nemecko
Tobias Keller
Stefan Kolek
Roberto Mialich
Martin Mayer,
CIO, Rakúsko
Andreas Rees
Jonathan Schroer
Chiara Silvestre
Christian Stocker
Thomas Strobel
Michael Teig
Marco Valli,
vedúci oddelenia
makroekonomických
analýz
Daniel Vernazza

VEDÚCI REDAKTORI

Chiara Silvestre
Michael Teig

PRODUKCIA

Ingo Heimig
Edda Nee
Axel Schwer
Sandra Schleiter
Matthew Stevenson
Till Welzel

Právne oznámenia

Glosár

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

Marketingová komunikácia

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

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

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

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

E 25/1

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 1. júnu 2026.