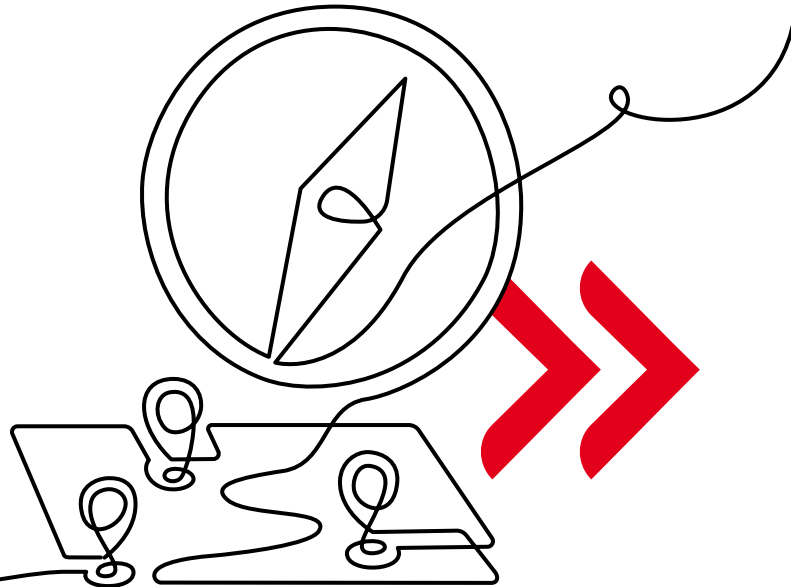


Kontrolný bod

22. apríla 2026



Čínsky faktor

Vstúpili sme do novej fázy súperenia medzi USA a Čínou. Zatiaľ čo sa Trump 1.0 a potom Bidenova administratíva zameriavali na spomalenie hospodárskeho vzostupu Číny (napríklad prostredníctvom ciel, donucovacích opatrení proti čínskym spoločnostiam, ako je Huawei, a zákazov vývozu špičkových čipov), Trump 2.0 sa snaží o niečo ambicióznejšie: obmedziť geopolitický dosah Číny obmedzením jej vplyvu, oslabením jej spojenectiev a obmedzením prístupu do kľúčových regiónov.

Tento posun objasňuje zdanlivo odlišné geopolitické arény nedávnych krokov zahraničnej politiky USA. Únos Nicolása Madura v januári mal Pekingu naznačiť, že Washington sa opäť presadzuje na svojom vlastnom zázemí, v Latinskej Amerike. Expanzionistické územné nároky Washingtonu na Grónsko boli ďalšou pripomienkou toho, že nedovolí Číne získať pozíciu v arktickom regióne, ktorý by mohol ponúknuť priamy prístup do Severnej Ameriky. Vojna proti Iránu napokon odráža snahu Bieleho domu získať späť Blízky východ, región, ktorý sa po „obrátení k Ázii“ bývalého prezidenta Baracka Obamu začal približovať Číne.

Reakcia Číny na asertívnejší postoj USA bola doteraz tlmená z viacerých dôvodov. Po prvé, Peking bol pravdepodobne zaskočený rýchlosťou a intenzitou zmeny politiky Washingtonu a snažil sa prispôbiť svoju stratégiu. Po druhé, krajiny, na ktoré sa USA doteraz zamerali (Venezuela a Irán), nie sú pre čínskeho prezidenta Si Ťin-pchinga najvyššími prioritami. V konkrétnom prípade Iránu sú dlhodobé záujmy Číny s monarchiami v Perzskom zálive, Saudskou Arábiou a Spojenými arabskými emirátmi, oveľa významnejšie z hospodárskeho hľadiska. Po tretie, Čína sa dôsledne vyhýba tomu, aby sa prezentovala ako bezpečnostný garant pre krajiny globálneho Juhu, a to najmä preto, aby nebola zatiahnutá do nákladných konfliktov, z čoho si vzala ponaučenie z vojen USA v Iraku a Afganistane. Úloha Číny pri sprostredovaní prímeria medzi Washingtonom a Teheránom je však dobre zdokumentovaná.

Uvidíme, či si Čína dokáže udržať tento pasívny postoj, keď sa globálne prostredie zmení. Jej hospodárstvo stráca dynamiku. Jej expozícia voči dovozu ropy z Iránu a Venezuely je značná. V poslednom viacročnom pláne, ktorý Čína predstavila v marci, sa znížil cieľ rastu HDP na 4,5 % až 5 %. Hoci sa jej stratégia zameriava na posúvanie technologických hraníc, robí málo pre oživenie domáceho dopytu. To znamená, že závislosť od vývozu je naďalej rozhodujúca. Obchodní partneri však brzdia nadmernú kapacitu Číny, čo sa odráža v bruselskej stratégii „Made in Europe“.

Pre trhy tento protičínsky geopolitický posun znamená vyššiu rizikovú prírážku, z ktorej ťažia obrana a energetika, zatiaľ čo sektory vystavené obchodnej nestabilite sú zraniteľnejšie, keďže fragmentácia sa zrýchľuje.

Manuela D’Onofrio
predsedníčka
Investment Institute

Fabio Petti
podpredseda
Investment Institute

Edoardo Campanella
riaditeľ a šéfredaktor
Investment institute

POHĽADY INVEŠTIČNÝCH RIADITEĽOV 2

Alokácia aktív

ČO CHCE ČÍNA 3

Rozhovor s
Meg Rithmire

Téma 1: Čínske lekcie z Iránu a prečo by to Európu malo zaujímať

Téma 2: Relatívna izolácia Číny

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 8

VÝVOJ NA TRHU 9

Šum a signál

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

TABUĽKY S PROGNÓZAMI 15



Pohľady investičných riaditeľov

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

Počas vojny v Iráne trhové ceny naznačovali ochotu pozerat' sa za hranice konfliktu. Jeden z najväčších energetických šokov v nedávnej histórii mal za následok len obmedzený a dočasný pokles akciových indexov, z ktorých mnohé, ak nie všetky, už väčšinu svojich strát získali späť. Názor, že pôjde o krátkodobý šok pre chuť riskovať, posilnila krivka ropných termínovaných obchodov, ktorá zostala silne pozadu, čo signalizovalo očakávania poklesu cien. Zároveň sa naďalej zvyšovali očakávania rastu ziskov a dôvera v zisky podnikov zmiernila obavy z príliš vysokého ocenenia, najmä v USA. Čínske akciové trhy medzitým absorbovali iránsky šok s pomerne malou volatilitou.

Hoci je táto odolnosť trhu pôsobivá, bolo by chybou myslieť si, že aktuálna iránska kríza nebude mať trvalé dôsledky. Aj keď sa vojna čoskoro skončí, škody budú dvojaké. Po prvé, fyzické škody: náprava značne zničenej energetickej a dopravnej infraštruktúry v celom regióne Perzského zálivu môže trvať roky. Po druhé, politický vplyv: konflikt zintenzívnil diskusiu o spoľahlivosti USA ako bezpečnostného garanta a o budúcej úlohe amerického dolára. Pre Čínu tieto otázky nie sú nové, ale súčasná kríza posilňuje potrebu prehodnotiť energetickú bezpečnosť, finančnú expozíciu a geopolitický postoj, keďže súperenie s USA sa zintenzívňuje.

Náš hlavný záver je, že riziká spojené s pevným výnosom, najmä s americkými štátnymi dlhopismi a podnikovými úvermi, by sa nemali podceňovať, zatiaľ čo akcioví investori sa musia čoraz viac vyrovnávať s roztrieštenejším globálnym prostredím. Krízy v poslednom desaťročí ukázali, že dodávateľské reťazce sa začali zameriavať skôr na odolnosť ako na efektívnosť, čo urýchlilo trendy smerom k nearshoringu a onshoringu. V tejto súvislosti sa domnievame, že sa posilnili argumenty pre širšiu regionálnu diverzifikáciu. Tradičný model portfólia, v ktorom prevládajú americké a európske akcie s iba okrajovou alokáciou na rozvíjajúce sa trhy, pravdepodobne ustúpi vyváženejšiemu geografickému rozloženiu. V súlade s tým zostávame podväžení voči vládnym dlhopisom rozvinutých trhov a nadväžení voči akciám rozvíjajúcich sa trhov a štátnym dlhopisom.

ALOKÁCIA AKTÍV

NÁŠ INVESTIČNÝ POHĽAD NA TRIEDY AKTÍV

	POD VÁŽENIE	NEUTRÁLNE	NAD VÁŽENIE
Globálne akcie		●	
Americké akcie		●	
Európske akcie		●	
Akcie Tichomoria (rozvinuté trhy ¹)		●	
Akcie rozvíjajúcich sa trhov			●
Globálne dlhopisy		●	
Štátne dlhopisy (EMU)	●		
Štátne dlhopisy (MIMO EMU)	●		
Podnikové dlhopisy (investičný stupeň denominovaný v EUR)		●	
Podnikové dlhopisy (s vysokým výnosom)	●		
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)			●
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)			●
Peňažné trhy		●	
Alternatívy		●	
Bitcoin		●	
Komodity		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

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





Čo chce Čína

Autor: Edoardo Campanella

Riaditeľ a šéfredaktor, Investment Institute



Rozhovor s... Meg Rithmire

James E. Robison, profesor na
Harvard Business School



Rozhovor z 12. marca 2026 v rámci série webinárov „40 minút s...“.
Nižšie je uvedený upravený úryvok rozhovoru. Záznam nájdete [tu](#).

Edoardo Campanella: Peking práve predstavil svoj nový viacročný plán, v ktorom stanovil cieľ rastu HDP v rozmedzí 4,5 % až 5 %. Je podľa vás tento plán dostatočný na riešenie kľúčového problému čínskej ekonomiky, ktorým je slabý domáci dopyt?

Meg Rithmire: Krátka odpoveď je nie. V skutočnosti nie som presvedčená, že zvýšenie domáceho dopytu je skutočne cieľom 15. päťročného plánu. Plán do veľkej miery pripomína obnovenie dôrazu na ťažký priemysel. Zameriava sa vo veľkej miere na investície a ponukovú stránku ekonomiky, pričom dopytu venuje pomerne málo pozornosti. Čiastočne preto, že posilnenie domáceho dopytu by si vyžadovalo rozsiahle reformy – najmä fiškálneho rámca a systému sociálneho zabezpečenia v Číne, ktorý je v porovnaní s inými modernými ekonomikami stále veľmi zaostalý. Takéto reformy sú politicky a inštitucionálne oveľa náročnejšie. V dôsledku toho nie sú nástroje, ktoré sa v súčasnosti používajú, určené na zmenu štruktúry dopytu v čínskej spoločnosti.

Edoardo Campanella: Často sa hovorí, že USA sa sústreďujú na vývoj umelej inteligencie, zatiaľ čo Čína sa – čiastočne kvôli obmedzeniam vývozu pokročilých čipov – viac zameriava na aplikovanú umelú inteligenciu a jej začlenenie do výroby. Je to presná charakteristika?

Meg Rithmire: Áno, aj keď nie výlučne kvôli obmedzeniam čipov. Čína už dlho považuje umelú inteligenciu za nástroj na zvýšenie produktivity v oblastiach, v ktorých už dominuje, najmä v priemysle. Vládna stratégia „AI plus“ odráža klasický prístup priemyselnej politiky: centrálné usmerňovanie v kombinácii s implementáciou miestnymi samosprávami. Miestne úrady v mestách ako Šanghaj a Šen-čen požadujú, aby firmy zaviedli umelú inteligenciu v pracovných postupoch, zvýšili priemyselnú robotiku a integrovali pokročilú automatizáciu. Toto zameranie odráža širší cieľ modernizácie existujúcich priemyselných kapacít. Naopak, v USA chýba porovnateľný systém plánovania a motivačná štruktúra. Výsledkom je, že jej ekosystém umelej inteligencie je viac poháňaný financiami a technológiami s väčším dôrazom na modely a snahu o AGI.

Edoardo Campanella: Nedávne kroky USA týkajúce sa Panamského prieplavu, Venezuely, Grónska a Iránu naznačujú širšie úsilie o oslabenie globálneho vplyvu Číny. Súhlasíte s týmto názorom?

Meg Rithmire: Tieto kroky nepovažujem za súčasť ucelenej stratégie zameranej na Čínu. Hoci sa často predpokladá, že Čína aj USA konajú veľmi koordinovane, nemyslím si, že to platí aj v tomto prípade, ani že existuje systematický zámer podkopať globálny vplyv Číny. Hoci Venezuela a Irán majú pre Čínu význam, najmä v oblasti energetiky, USA svoje kroky rámujú ako ochranu globálneho prístupu ku kľúčovým trasám, ako je Hormuzský prieliv, a to aj pre Čínu, a tieto krajiny sú menej dôležité ako Rusko. Ak sa niečo stane, výsledkom môže byť rastúca globálna nedôvera voči USA, zatiaľ čo Čína sa zdá byť predvídateľnejšia. Predstavitelia americkej administratívy, ktorí sa zameriavajú na Čínu, sú údajne frustrovaní z presmerovania vojenských zdrojov z Ázie, čo Peking môže vnímať ako oslabenie odstrašenia USA. Celkovo to nepovažujem za koordinované úsilie proti Číne.



Čínske lekcie z Iránu a prečo by to Európu malo zaujímať

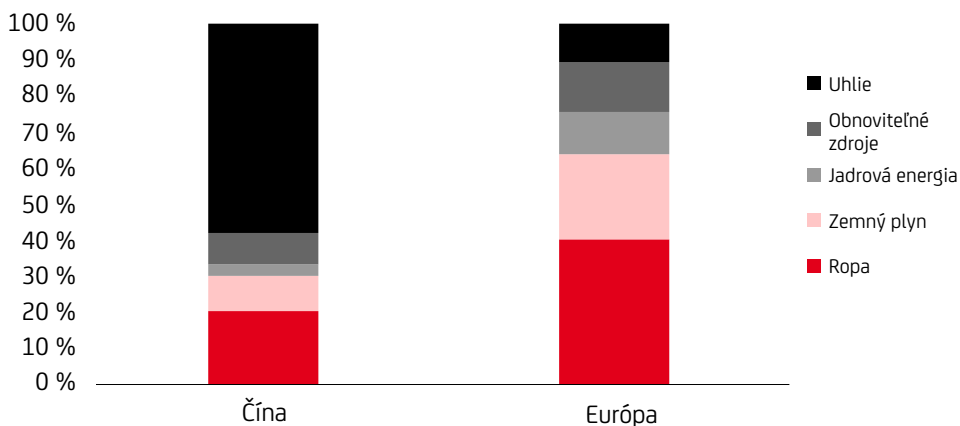
Autor: Andreas Rees

Dočasné dvojtýždňové prímerie medzi USA a Iránom, ktoré bolo oznámené 8. apríla, viedlo k zníženiu cien ropy a plynu, čo zmiernilo bezprostredný tlak na Čínu a svetové hospodárstvo. Nič to však nezmenilo na hlbších strategických ponaučeníach pre tvorcov politik na celom svete. Vojná medzi USA a Iránom je pre Peking ďalšou pripomienkou toho, že externé prostredie je čoraz fragmentovanejšie, náchylnejšie na otrasy a menej zhovievavé k modelom rastu, ktoré sú závislé od zahraničnej energie. Čína bude pravdepodobne reagovať ďalšou strategickou zmenou orientácie: znásobením energetickej bezpečnosti, využitím svojej silnej priemyselnej základne čistých technológií, obranou a rozšírením podielov na globálnom trhu a zabezpečením svojich dodávateľských reťazcov. To bude mať význam ďaleko za hranicami samotnej Číny. Najmä európski politici a spoločnosti by mali pozorne sledovať nadchádzajúce strategické zmeny.

- 1. Čínska trojkoľajová energetická doktrína sa vypláca, pretože tlmí rast nákladov na energiu.** Čína vstúpila do posledného šoku s oveľa väčšou a menej citlivou domácou energetickou rezervou ako mnohé iné ázijské krajiny a Európa. Takmer 60 % čínskej spotreby energie tvorí uhlie, ktoré sa vo veľkej miere ťaží na domacom trhu, a približne 10 % energie pochádza z jadrovej energie a obnoviteľných zdrojov (pozri graf 1.1.). To je v ostrom kontraste s Európou, kde zahraničná ropa a plyn pokrývajú viac ako 60 % energetických potrieb. Prezident Si Ťin-pching neďávno vyzval na rýchlejšie budovanie „nových energetických systémov“, pričom zdôraznil riadne rozširovanie jadrovej energie a zachovanie úlohy uhlia ako stabilizátora systému.

GRAF 1.1: ENERGETICKÝ MIX ČÍNY NA ZMIERNENIE RASTU NÁKLADOV NA ENERGIU

SPOTREBA ENERGIE V % (2024)



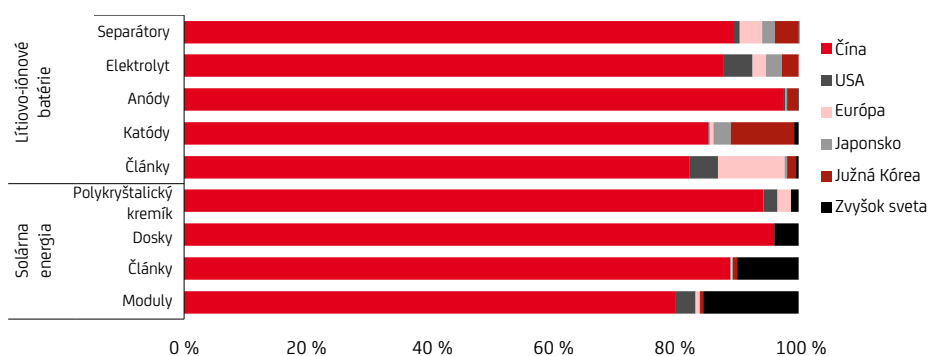
Zdroj: Energy Institute, Investment Institute UniCredit
Poznámka: Európa zahŕňa viac ako 30 krajín vrátane EÚ27.

- 2. Nások Číny v nákladoch na energiu pravdepodobne spôsobí, že konkurenti v juhovýchodnej Ázii a Európe sa dostanú pod ďalší tlak.** Keďže globálny rast sa má spomaliť a náklady na energiu sa začínajú zvyšovať aj inde, čínske spoločnosti majú dobré predpoklady na získanie ďalšieho podielu na trhu. Toto riziko sa týka najmä európskych a nemeckých výrobcov, ktorí už teraz zápasia s tvrdou konkurenciou z Číny. Energeticky náročné odvetvia v Európe, najmä chemický a farmaceutický priemysel, môžu byť zasiahnuté viac ako iné.



3. **Keďže Čína bude profitovať z rýchlejšieho znižovania globálnej závislosti od ropy a zemného plynu, globálna energetická transformácia bude ešte viac závisieť od Číny.** Vojna medzi USA a Iránom posilnila argument, že obnoviteľné zdroje energie, batérie, elektrické vozidlá a siete nie sú len klimatickými nástrojmi, ale aj geopolitickými tlmičmi, ktoré sú dôležité pre národnú hospodársku bezpečnosť. Čína má mimoriadne dobré predpoklady na to, aby tento naratív využila. Čínske spoločnosti sa podieľajú na celosvetovej kapacite výroby solárnych a lítiovo-iónových batérií približne 80 – 90 %, pričom v niektorých segmentoch, ako sú fotovoltaické dosky a anódové materiály, je ich podiel ešte vyšší (pozri graf 1.2).

GRAF 1.2: ČÍNA DOMINUJE V EKOLOGICKÝCH DODÁVATEĽSKÝCH REŤAZCOCH
ČISTÁ VÝROBNÁ KAPACITA PODĽA MIESTA, % GLOBÁLNEJ KAPACITY (2024)



Zdroj: BNEF, Investment Institute UniCredit

4. **Samit Trump – Si je prinajlepšom stabilizačným cvičením pre americko-čínske vzťahy. V prípade Európy môžu byť výsledky nejednoznačné.** Pred odloženou návštevou amerického prezidenta Donalda Trumpa v Pekingu, ktorá sa teraz očakáva v polovici mája, formulovali tvorcovia americkej politiky ako svoj cieľ dosiahnutie stability vrátane zachovania prístupu USA k čínskym kritickým surovinám. V marci však americká administratíva začala nové vyšetrovania obchodných partnerov vrátane Číny, aby pomohla zvýšiť americké clá na úroveň pred rozhodnutím Najvyššieho súdu USA. Čína odpovedala tým, že začala vyšetrovanie v USA a naznačila možné protiopatrenia. Okrem toho americká administratíva pohrozila rozsiahlymi clami na farmaceutické výrobky vo všeobecnosti, ale s osobitným zameraním na Čínu ako hlavného výrobcu účinných látok. Celkovo možno povedať, že stretnutie Trumpa a Si Ťin-pchinga môže znížiť riziko obnovenia okamžitej bilaterálnej eskalácie, ale je nepravdepodobné, že by viedlo k strategickému dôvere. Pre Európu by takýto výsledok priniesol pozitíva aj negatíva. Pozitívne je, že európski výrobcovia by pravdepodobne mali prospech z menej obmedzeného prístupu k dôležitým nerastným surovinám. Negatívom je, že trvale vyššie clá USA na čínsky tovar ako na európsky tovar by zvýšili riziko presmerovania čínskeho vývozu z USA do EÚ, čo by stlačilo európskych výrobcov.
5. **Najnovšia výzva čínskeho prezidenta Si Ťin-pchinga na rast čínskeho sektora služieb, ktorý je založený na dopyte, by sa nemala nesprávne chápať ako blížiaci sa spotrebná bazuka, ktorá by zlepšila vývozné vyhliadky európskych spoločností. Pravdepodobnejšou politickou cestou je stále selektívna podpora spolu s pokračujúcou tendenciou Číny orientovať rast na vývoz.** Zameranie politikov na čínske technológie a vývoz sa pravdepodobne nezmení, najmä vzhľadom na nový päťročný plán schválený v marci. V pláne na roky 2026 – 30 sa znásobil dôraz na väčší technologický pokrok a sebestačnosť s cieľom postaviť Čínu na vedúcu pozíciu v hraničných odvetviach, ako je umelá inteligencia a robotika. Preto je masívna politická podpora domácností naďalej nepravdepodobná a slabý domáci dopyt je zatiaľ štruktúrnym problémom. Okrem toho je sektor nehnuteľností naďalej pod veľkým tlakom a naďalej vytvára negatívne účinky na bohatstvo spotrebiteľov.
6. **Nové nariadenie Pekingu o bezpečnosti dodávateľských reťazcov, ktoré bolo zverejnené začiatkom apríla a je účinné okamžite, je prvým národným súborom pravidiel na ochranu dodávateľských reťazcov v Číne. Pre Európu by to mohlo znamenať, že tvrdšie presadzovanie nástrojov „Made in Europe“ v rámci stratégie znižovania rizika vyvolá protiopatrenia zo strany Číny.** Nový rámec pre odvetné opatrenia poskytuje úradom formálny základ na konanie v prípade, že zahraničné vlády, organizácie alebo spoločnosti poškodzujú čínske dodávateľské reťazce. Medzi protiopatrenia patria okrem iného obmedzenia vývozu, dovozu a investícií, ako aj zavedenie osobitných poplatkov a obmedzení transakcií.



Relatívna izolácia Číny

Autori: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller

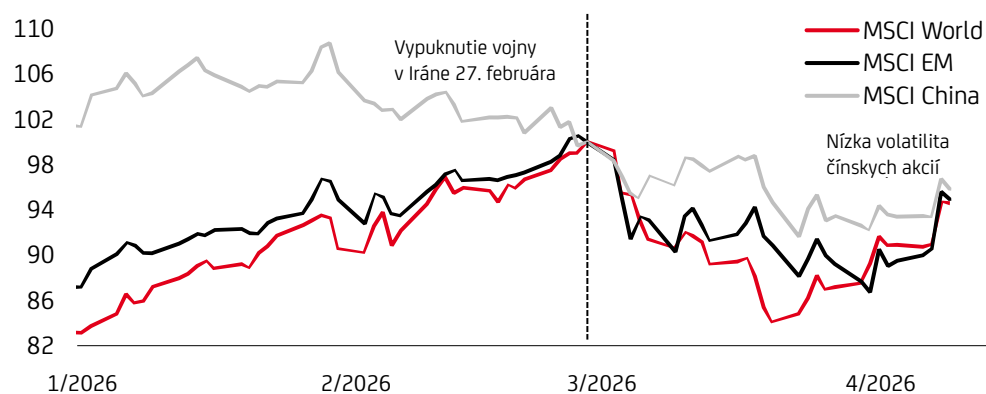
Eskalácia konfliktu USA-Izrael s Iránom znepokojila svetové trhy a zdôraznila krehkosť súčasnej geopolitickej rovnováhy. Okrem bezprostrednej reakcie cien však táto epizóda poukazuje na hlbší posun: geopolitika sa stala prvým určujúcim faktorom rizikových prirážok akcií, čo spôsobuje regionálny rozptyl.

Zatiaľ čo napätie na Blízkom východe sa rýchlo premietlo do cien energií, inflačných očakávaní a volatility akcií inde, **čínske akciové trhy** zostali pomerne pokojné a sledovali globálny rizikový sentiment bez jeho zosilnenia (pozri graf 1.3). Táto odolnosť nie je odrazom imunity voči geopolitickým šokom ani obnoveného optimizmu investorov, ale skôr kombináciou štrukturálne nižších prenosových kanálov a už znížených očakávaní. Ako bolo spomenuté v **Téma 1** na strane 4, kľúčovú úlohu zohráva čínsky energetický systém založený na domácej produkcii. Relatívne obmedzená závislosť od dovozu ropy a plynu tlmí vplyv geopolitických porúch na domáce náklady na energie, infláciu a marže podnikov. Z hľadiska vlastného imania sa tým znižuje pravdepodobnosť náhlych efektov druhého kola, ktoré zaťažujú očakávania ziskov. Relatívna izolácia Číny sa preto týka rovnako nákladových štruktúr ako makro-finančnej stability.

Čínske akcie vstúpili do tejto novej geopolitickej epizódy so štrukturálne nízkymi očakávaniami a ľahkým pozicionovaním, čo obmedzuje nútené znižovanie rizík. Opatrnosť investorov odráža pretrvávajúce domáce prekážky, najmä zakorenené nadmerné priemyselné kapacity vo veľkej časti výrobného sektora a dlhotrvajúcu korekciu na trhu nehnuteľností, ktoré naďalej zaťažujú ziskovosť, kapitálovú disciplínu a dôveru. Pretrvávajúce strategické súperenie s USA zároveň zabezpečuje, že prirážky za geopolitické riziko zostávajú pre Čínu zvýšené aj počas obdobia pokoja na trhu. Riziko je viditeľné, diskutované a do veľkej miery ocenené. To zvyšuje váhu dynamiky domácich akcií, ktorá zostáva zmiešaná. Tvorcovia politik naďalej uprednostňujú stabilitu pred refláciou. Opatrenia na zlepšenie dividend, podporu spätného odkupovania a zlepšenie fungovania trhu do určitej miery podporili náladu, ale nemôžu nahradiť trvalé zlepšenie rastu príjmov alebo dôvery domácností. Politické opatrenia znižujú volatilitu, nie štrukturálny rastový strop.

Téma umelej inteligencie si zachováva dlhodobý význam pre čínske akcie, ale pokrok zostáva nerovnomerný. Obmedzenia v oblasti hardvéru, kontroly vývozu a politické riziká spôsobujú, že výsledky sú veľmi diferencované a ponúkajú štrukturálny potenciál bez toho, aby chránili investorov pred výkyvmi v ocenení. Pretrvávajúci diskont pri ocenení Číny nesvedčí o krátkodobej cyklickej slabosti, ale o zakorenenej skepse v súvislosti so správou vecí verejných, demografiou a geopolitikou. Tento diskont síce tlmí poklesy počas globálnych šokov, ale zároveň obmedzuje rast, keď sa globálny apetít po riziku zlepšuje.

GRAF 1.3: ČÍNSKE AKCIE VYKAZUJÚ RELATÍVNU STABILITU UPROSTRED IRÁNSKEHO ŠOKU
INDEXY MSCI (27. FEBRUÁRA 2026 = 100)



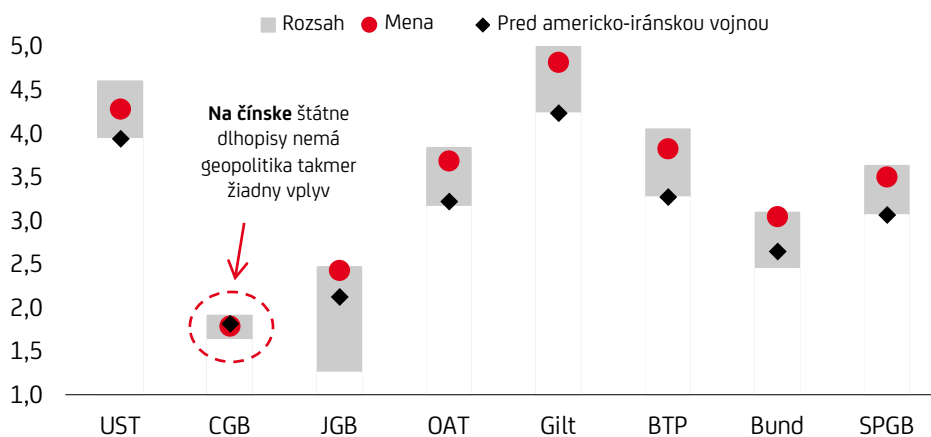
Zdroj: LSEG Datastream, Investment Institute UniCredit



Napriek štruktúre trhu, ktorá je zvyčajne viac poháňaná sentimentom vďaka dominancii drobných investorov, čínske akcie nezosilnili posledný geopolitický šok, keďže absencia núteného znižovania rizík a už konzervatívne očakávania obmedzili volatilitu v porovnaní s inštitucionálne zadlženými rozvinutými trhami. V rámci našej nadváženej pozície v akciách rozvíjajúcich sa trhov, so zachovaním ktorej sme spokojní aj vzhľadom na zvýšenú geopolitickú neistotu, nie je Čína ani obchodom na oživenie, ani dynamickou alokáciou. Hoci neočakávame, že Čína bude v súčasnom cykle vedúcim trhom, môže predstavovať selektívnu expozíciu charakterizovanú nerovnomernými štruktúrnymi témami a diverzifikačnými výhodami.

Čínske štátne dlhopisy (CGB) od začiatku konfliktu na Blízkom východe tiež vykazovali odolnosť, najmä v porovnaní s podobnými dlhopismi. V grafe 1.4 je znázornený aktuálny 10-ročný výnos spolu s jeho 12-mesačným rozpätím a jeho úrovňou 27. februára na ôsmich najväčších trhoch so štátnymi dlhopismi na svete. Výnosy väčšiny štátnych dlhopisov sa pred začiatkom vojny pohybovali na svojom 12-mesačnom minime a s vývojom udalostí na Blízkom východe rástli. CGB sa správajú úplne inak, keďže ich úroveň sa oproti úrovni pred začiatkom americko-iránskej vojny nielenže veľmi nezmenila, ale zaznamenali aj mimoriadne nízku volatilitu.

GRAF 1.4: ČÍNSKE DLHOPISY ZAZNAMENALI EXTRÉMNE NÍZKU VOLATILITU
AKTUÁLNE A 12-MESAČNÉ ROZPÄTIE VÝNOSOV VLÁDNÝCH DLHOPISOV NAJVÄČŠÍCH TRHOV



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit
Poznámka: Trhy sú zoradené podľa veľkosti.

Lepšia výkonnosť čínskych dlhopisov v porovnaní s porovnateľnými štátmi vyplýva z obmedzeného vplyvu americko-iránskej vojny na čínsku infláciu. Očakáva sa totiž, že inflácia zostane v tomto roku na úrovni 1 %, čo centrálnej banke zabráni zvyšovať sadzby. Okrem toho je na rozdiel od iných krajín nepravdepodobné, že by najnovší geopolitický vývoj zaťažil fiškálne ukazovatele, hoci fiškálne základy sú v porovnaní s minulosťou v menej dobrom stave.

Ďalším kľúčovým faktorom, ktorý treba zvážiť, je investorská základňa CGB. Približne 95 % je v držbe domácich investorov, väčšinou (70 % z celkového počtu) komerčných bánk, ktoré nakupujú domáce štátne dlhopisy s cieľom riadiť likviditu, plniť regulačné požiadavky a zabezpečiť likviditu, keď je dopyt po úveroch slabý. Prevažná väčšina držiteľov CGB sa teda neradi o riziku a výnosnosti a nie je citlivá na makroekonomický alebo geopolitický vývoj. Okrem toho musia zahraniční investori, ktorí majú záujem o kúpu CGB, spĺňať osobitné podmienky a musia byť zaregistrovaní.

Čínske štátne dlhopisy ponúkajú nízke výnosy a pre európskych investorov nie sú obzvlášť atraktívne, pokiaľ CNY výrazne neposilní voči EUR, čo však neočakávame. Na druhej strane vidíme atraktívnejšie príležitosti na trhoch s pevným výnosom v rozvíjajúcich sa krajinách a zachováme si pozitívny postoj k tejto triede aktív v prípade dlhopisov v tvrdej aj v miestnej mene. Napriek nedávnym geopolitickým udalostiam sa ukázalo, že táto trieda aktív je odolná, pričom rozpätie JP Morgan EMBI sa vrátilo na úroveň spred začiatku vojny medzi USA a Iránom.





Makroekonomický vývoj

Autori: Tobias Keller, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

1 Ropa: dočasný pokoj, pretrvávajúca krehkosť

Hoci nádeje na vznikajúce porozumenie medzi USA a Iránom dočasne zmiernili vnímanie krátkodobých rizík, dôvera v bezpečnosť dodávok v regióne sa opäť oslabil, keď USA presadili námornú blokádu iránskej námornej dopravy a iránske sily uskutočnili útoky na zahraničné obchodné plavidlá, ktoré sprevádzali nové hrozby voči prístavom v Perzskom zálive. Pokrytie zásob ropy sa v kľúčových spotrebiteľských regiónoch znížilo, voľné kapacity sú nerovnomerne rozložené a ponuka krajín mimo OPEC reaguje pomaly. V tejto súvislosti očakávame, že ceny ropy Brent sa do konca roka 2026 znížia na úroveň 90 USD za barel, keďže rizikové prirážky postupne klesajú. Výhľad sa však stal jednoznačnejšie podmieneným. Akákoľvek obnovená eskalácia, trvalé narušenie vývozu z Perzského zálivu alebo priame zásahy do regionálnej infraštruktúry, ktoré by viedli k trvalým škodám, by normalizáciu podstatne oddialilo, zatiaľ čo dôveryhodná a trvalá deeskalácia by mohla urýchliť uvoľnenie rizikových prémieí a stlačiť ceny ropy pod základnú úroveň.

2 ECB: zvyšovanie sadzieb na ceste

Vojna na Blízkom východe pravdepodobne spôsobí výraznú divergenciu menových politík na oboch stranách Atlantiku. Hoci stále vidíme priestor na to, aby FED v tomto roku raz znížil úrokové sadzby, je nepravdepodobné, že by ECB „prekukla“ inflačný šok spôsobený energiou. Vzhľadom na našu prognózu, že inflácia v eurozóne sa čoskoro vyšplhá nad 3 % (z 2,6 % v apríli) a v 2. polroku 2026 sa bude pohybovať okolo 3,5 %, predpokladáme dve zvýšenia sadzieb o 25 bázických bodov v júni a septembri, čím sa depozitná sadzba zvýši na 2,50 %, čo je horná hranica pravdepodobného neutrálneho pásma. Cieľom tohto kroku ECB by bolo udržať inflačné očakávania pevne ukotvené a zabrániť významným nepriamym a sekundárnym účinkom a zároveň obmedziť škody na hospodárskej aktivite a trhu práce. Povzbudivé je, že hospodárstvo eurozóny sa postupom času stalo odolnejším voči zvyšovaniu úrokových sadzieb a prísnejšia menová politika pravdepodobne nespôsobí firmám a domácnostiam väčšie problémy, ak sa podarí zabrániť eskalácii geopolitickej krízy. Hospodársky rast bude v tomto roku (0,8 %) aj v budúcom roku (1,1 %) pravdepodobne slabý, ale pozitívny. Očakávame, že inflácia sa v 2. polroku 2027 vráti k 2-percentnému cieľu ECB, keďže energetický šok odznie, čo centrálnej banke umožní v 3. štvrtroku 2027 odkloniť jedno zvýšenie sadzieb.

3 FED: odložené zníženie

Ešte pred vojnou v Iráne boli ciele FED-u týkajúce sa maximálnej zamestnanosti a 2-percentnej inflácie v napätí, pričom jadrová inflácia PCE sa pohybovala okolo 3 % a trh práce sa postupne zmiernoval. Prudký nárast cien energií a narušenie dodávateľského reťazca budú zvyšovať infláciu a zaťažovať produkciu v USA, čím sa toto napätie ešte zvýši. V najbližšom období budú predstavitelia FED-u pravdepodobne uprednostňovať obavy z inflácie pred rastom a zamestnanosťou, a to aj preto, že USA sú v porovnaní s Európou relatívne izolované od udalostí na Blízkom východe (v tomto roku sa stále očakáva rast HDP na úrovni 2,3 % a v budúcom roku na úrovni 2 %). V našom základnom scenári predpokladáme, že šok z cien energií bude mať na infláciu len dočasný vplyv (očakávame, že inflácia CPI dosiahne v 3. štvrtroku 2026 vrchol na úrovni približne 3,6 % a potom sa zmierni), ale predstavitelia FED-u budú pravdepodobne chcieť počkať, aby zistili silu sekundárných účinkov na ceny ostatných tovarov, služieb a miezd a až potom zvážia zníženie sadzieb. Očakávame, že FED ešte raz zníži sadzby, a to v 4. štvrtroku 2026. Pravdepodobne pôjde o jednorazové zníženie, keďže neutrálnu sadzbu vidíme na úrovni približne 3,5 %. Kevin Warsh by mal nahradiť Jeroma Powella vo funkcii predsedu FED-u už v polovici mája, hoci sa to môže oneskoriť o jeden alebo viac mesiacov. Keď sa Warsh ujme funkcie, pravdepodobne sa ocitne vo veľmi ťažkej pozícii vzhľadom na požiadavku amerického prezidenta Trumpa na oveľa nižšie úrokové sadzby. Je nepravdepodobné, že by sa mu podarilo presvedčiť rozdelený FOMC, aby podporil zníženie sadzieb ešte v tomto roku.





Vývoj na trhu

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

Šum...

Trhmi v posledných týždňoch opakovane otriasol rýchly sled titulok z Blízkeho východu týkajúcich sa konfliktu USA a Izraela s Iránom, ktoré spôsobili prudké výkyvy nálad. Ceny energií a výnosy štátnych dlhopisov prudko reagovali na výkyvy medzi obavami z eskalácie a drobnými náznakmi deeskalácie, ktoré však neboli dlhodobé. Akciové trhy tiež zažívali záchvaty volatility, keď investori reagovali na vývoj správ, pričom správanie na úrovni indexov poukazuje na základnú odolnosť. Politická rétorika, najmä zo strany Washingtonu, spolu s neistotou, čo sa týka reakcií centrálnych bánk na cenové tlaky súvisiace s vojnou a energetickou situáciou, ešte viac skomplikovala celkový kontext a umocnila skutočnosť, že nedávne pohyby na trhu boli ovplyvnené najmä mediálnymi správami.



... a signál

Pod volatilitou sa trhy naďalej opierajú o základy. Precenenie súvisiace s nedávnymi geopolitickými udalosťami sa sústredilo skôr na rizikové prirážky než na očakávaná budúceho rastu alebo ziskov, pričom existuje len málo dôkazov o významnom posune smerom k recesii. V prípade pevných výnosov sú vyššie výnosy skôr odrazom obnovených obáv z inflácie súvisiacich so šokom z cien energií a súvisiacej dynamiky termínových prémie než obáv z dlhotrvajúceho konfliktu, zatiaľ čo v prípade úverov zostáva rozširovanie rozpätí postupné a usporiadané. Akcie preukázali pozoruhodnú odolnosť, pričom poklesy zostali obmedzené, zotavenie sa ukázalo ako rýchle a vedúce postavenie na trhu bolo ukotvené v dosahovaní ziskov. Celkovo geopolitika posilnila krátkodobú volatilitu, ale nevytlačila hlavné sily, ktorými sa trhy riadia: odolnosť ziskov, dynamiku inflácie a obmedzený priestor na rýchle uvoľnenie politiky.

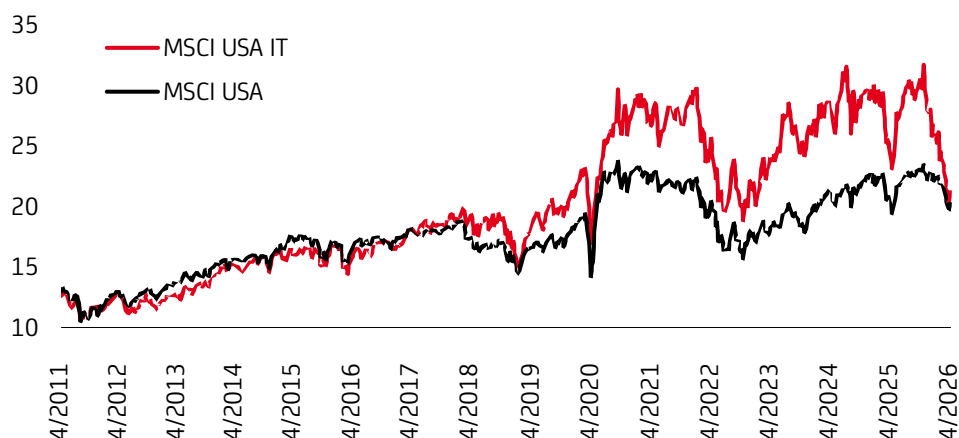
Akcie

Akciové trhy vstrebávajú geopolitiku

Akciové trhy v USA prijali eskaláciu, ktorá sa týka Iránu, Izraela a USA, relatívne pokojne. Hlavné riziko sa zvýšilo, ale dôvera sa nenarušila. Táto odolnosť odráža najmä štruktúru samotného trhu: Informačné technológie (IT), ktoré tvoria takmer tretinu trhovej kapitalizácie v USA a približne štvrtinu svetových akciových trhov, zostávajú hlavným motorom rastu ziskov. A tento motor už prešiel významnou skúškou. Zmizla prémie za ocenenie technológií, ktorá sa v technologickom sektore vytvorila od roku 2019 a dočasne dosiahla extrémnu úroveň (s prémie P/E približne 35 % oproti širšiemu trhu na konci októbra minulého roka). Technológie sú v súčasnosti oceňované v podstate v súlade s celkovým trhom. Dôležité je, že táto úprava sa začala dávno pred najnovším geopolitickým napätím (pozri graf 2.1) a bola spôsobená širším odklonom od dlhodobého rastu. Ak niečo, tak vojna v Iráne posilnila zameranie investorov na fundamenty. Očakávania zisku v sektore IT v USA naďalej rastú (odhady zisku za 12 mesiacov od začiatku roka sa zvýšili o 19 % na historické maximum), aj keď pretrvávajú obavy z inflácie a rastu súvisiace s vojnou v Iráne. Vzhľadom na obnovenie ocenenia a silnú dynamiku ziskov sa technológie javia ako vyváženejšie než kedykoľvek predtým od zrýchlenia cyklu umelej inteligencie. Silná výkonnosť sektora v posledných dňoch naznačuje, že investori si to začínajú všimnúť.

GRAF 2.1: KOMPRESIA OCENENIA SPOLU S RASTÚCIMI OČAKÁVANÍAMI ZISKU

12M FWD P/E



Zdroj: LSEG Datastream, Investment Institute UniCredit

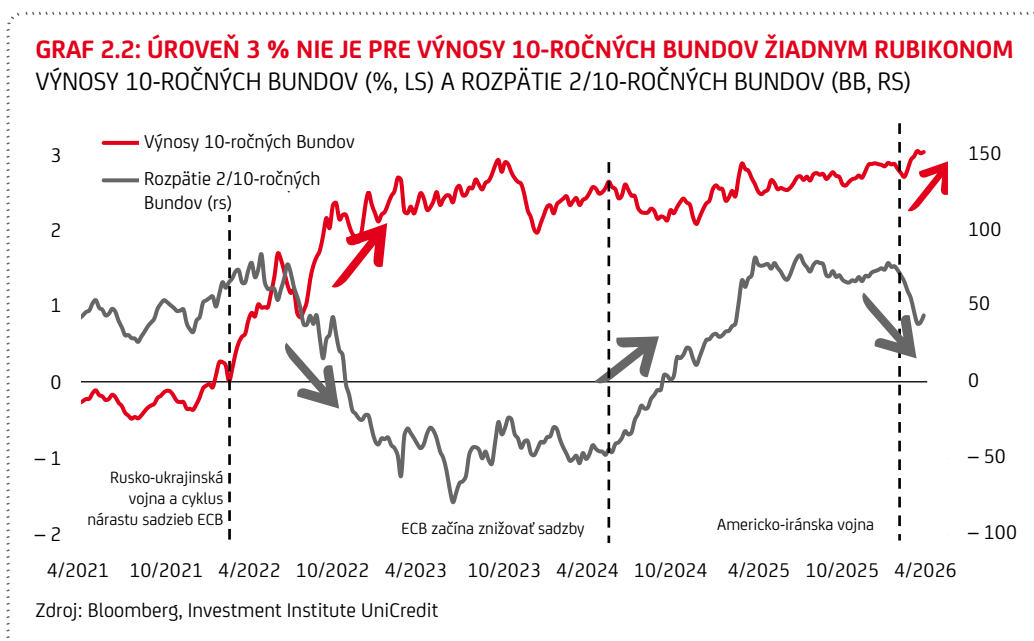
Európske akcie čelia priamejšiemu prenosu geopolitického rizika. Odvetvová štruktúra regiónu (s vyššou váhou energeticky náročných cyklických odvetví, vyššou závislosťou od dovozu energií a oveľa menšou zložkou IT) ho robí citlivejším na ceny energií, narušenie obchodu a účinky dôvery vyplývajúce z vojny v Iráne. Na rozdiel od USA v Európe chýbajú veľké, globálne dominantné technologické platformy, ktoré by mohli tieto tlaky kompenzovať na úrovni indexov. Ocenenie v Európe je teda miernejšie, zatiaľ čo celková dynamika ziskov zaostáva za USA. V tomto kontexte vyčnievajú európske finančné spoločnosti: najmä banky na tomto kontinente spájajú atraktívne ocenenie so silnou kapitálovou pozíciou, disciplinovanými súvahami a relatívnou izoláciou od energetického šoku – za predpokladu, že sa ekonomika vyhne recesii, čo sa podľa nášho názoru stane.

Náš pohľad na **rozvíjajúce sa trhy** zostáva konštruktívny (pozri tiež [Pohľady CIO](#), strana 2). Ocenenie je nenáročné a ponúka priestor na diferenciáciu, keďže kapitál vyžaduje rast a stabilitu mimo geopoliticky koncentrovaných rozvinutých trhov.

Cenné papiere s pevným výnosom

Geopolitické napätie udržiava volatilitu štátnych dlhopisov

Prebiehajúci konflikt na Blízkom východe neprináša úľavu štátnym dlhopisom, ktoré sú naďalej veľmi citlivé na výkyvy cien komodít a inflačné očakávania. Všeobecne sa očakáva, že ECB prijme opatrenia proti pripravovanému inflačnému šoku, pričom trhy odhadujú dve až tri zvýšenia sadzieb do konca roka. Očakávame, že ECB zvýši depozitnú sadzbu o 25 bázických bodov v júni a v septembri, pričom nadchádzajúce zasadnutie v apríli by mohlo objasniť budúce kroky. EGB sú naďalej veľmi volatilné, a to aj v rámci dňa, keďže investori sa snažia zohľadniť najnovší vývoj ocenenia dlhopisov. Zdá sa, že výnosy 10-ročných Bundov sa ustálili na úrovni približne 3 %, čo je približne o 40 bázických bodov viac ako pred začiatkom konfliktu. V našom základnom scenári, ktorý predpokladá, že nedôjde k ďalšej eskalácii vojny a k normalizácii cien energií, vidíme výnosy 10-ročných Bundov v dohľadnej budúcnosti na úrovni 3 % alebo mierne vyššie. Krátky koniec kriviek v eurozóne je naďalej viac vystavený výkyvom nálady investorov. Po správe o prímerí sa výnosy 2-ročných Bundov vrátili do oblasti 2,5 % po prekročení hranice 2,75 %. Krivka Bundov zostáva plochejšia ako pred začiatkom konfliktu, pričom rozpätie 2/10-ročných Bundov je 50 bázických bodov (oproti 65 bázickým bodom). Rozpätie 2/10-ročných Bundov pravdepodobne zostane v najbližších štvrtrokoch na tejto úrovni a v budúcom roku sa opäť zvýši.



Zlepšujúca sa nálada na trhu viedla k celkovému zúženiu rozpätí EGB voči Bundom, ktoré však zostávajú vyššie ako na konci februára. Ich slabšiu výkonnosť v posledných dvoch mesiacoch spôsobili výlučne systémové faktory, zatiaľ čo riziká spojené s konkrétnymi krajinami zostávajú obmedzené.

Americké štátne dlhopisy (UST) boli menej vystavené geopolitickému vývoju ako EGB, keďže sa očakáva, že inflačný šok bude na druhej strane Atlantiku viac obmedzený. Trhy očakávajú, že FED zostane pri svojom rozhodnutí, zatiaľ čo my predpokladáme zníženie v 4. štvrtroku 2026. Výnos 10Y UST sa stabilizoval na úrovni približne 4,25 %. Pochybujeme, že sa zníži zo súčasných úrovní, keďže fiškalné riziká a zvýšená ekonomická neistota budú pravdepodobne tlačiť termínovanú prémie vyššie.

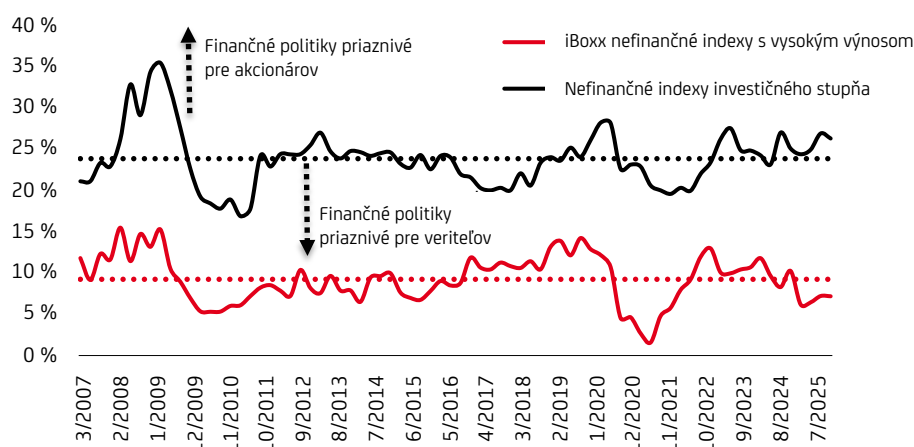
Podnikové úvery: ďalšie slabé karty

Americko-izraelská vojna proti Iránu vytvára protitlaky aj v európskom úverovom sektore, hoci rozšírenie rozpätí, ktoré sme zatiaľ zaznamenali, bolo skôr mierne. iBoxx nefinančné rozpätia s vysokým výnosom dočasne prekročili úroveň 300 základných bodov, čo je najvyššia hodnota od júna minulého roka, a hlavné dlhopisy investičného stupňa – banky aj nefinančné podniky – sa dotýkali úrovni okolo 80 základných bodov. Celková výkonnosť od začiatku roka je vo všetkých segmentoch úverového trhu mierne záporná a vzhľadom na naše revidované prognózy rozpätia – do konca roka vidíme hlavné dlhopisy investičného stupňa bánk a nefinančných podnikov na úrovni 90 základných bodov a 95 základných bodov a nefinančné podniky s vysokým výnosom na úrovni 350 základných bodov – pravdepodobne ukončíme rok s celkovým výnosom v rozmedzí 1 až 2 %, čo je najslabšia výkonnosť od roku 2022. Zo sektorového hľadiska vidíme hodnotu v rope a zemnom plyne a základných zdrojoch, ktoré od začiatku roka dosiahli lepšie výsledky, a v telekomunikáciách, zatiaľ čo sektory náročné na energiu, t. j. automobily a náhradné diely, chemikálie, technológie a cestovanie a voľný čas, podceňujeme.

Hoci súčasná výsledková sezóna ešte neodráža vplyv iránskej vojny na úverové ukazovatele emitentov, pozornosť sa sústreďuje na usmernenia, ktoré spoločnosti vydajú, pričom očakávame, že vzhľadom na nízku viditeľnosť a vysokú neistotu spojenú s vývojom na Blízkom východe bude prevládať opatrnosť. V tejto súvislosti vidíme, že emitenti nielenže udržiavajú nízke kapitálové výdavky, ale aj ďalej sprísňujú svoju finančnú politiku, t. j. najmä odmeňovanie akcionárov. Ako ukazuje náš graf, po veľkej recesii v rokoch 2008 – 2009 európski emitenti prešli od politiky priateľskej k akcionárom k politike priateľskej k úverovým investorom, ktorej sa odvtedy vcelku držia. Odmeňovanie akcionárov – ako percento prevádzkových peňažných tokov, najmä vo forme výplaty dividend a spätného odkúpenia akcií – sa odvtedy výrazne znížilo a bolo mierne a zostáva blízko svojho dlhodobého priemeru. To je dobrá správa pre úverových investorov, pretože to znamená viac hotovosti na dlhovú službu v období, keď sa prístup na trh s dlhopismi môže stať náročným, čím sa obmedzí aj miera zlyhania.

Pokiaľ ide o finančné nástroje, **úverové rozpätia** zostali tiež odolné. Sentiment podporili dobré výsledky veľkých amerických bánk za 1. štvrtrok 2026 a zatiaľ konštruktívne komentáre európskych bánk. Aj napriek vyšším geopolitickým rizikám bol záujem investorov o obchody na primárnom trhu veľmi silný. Niekoľko emisií prioritných dlhopisov súkromných úverových subjektov tiež znížilo obavy z rizika likvidity tejto triedy aktív, čo podporilo aj náladu bánk.

GRAF 2.3: ODMENY AKCIONÁROV AKO % Z PREVÁDZKOVÉHO PEŇAŽNÉHO TOKU
EURÓPSKE PODNIKY SA DRŽIA POLITIKY ZACHOVANIA HOTOVOSTI



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

FX – MENOVÉ OBCHODY

EUR-USD: výkyvy v globálnej averzii voči riziku zostávajú hlavným faktorom

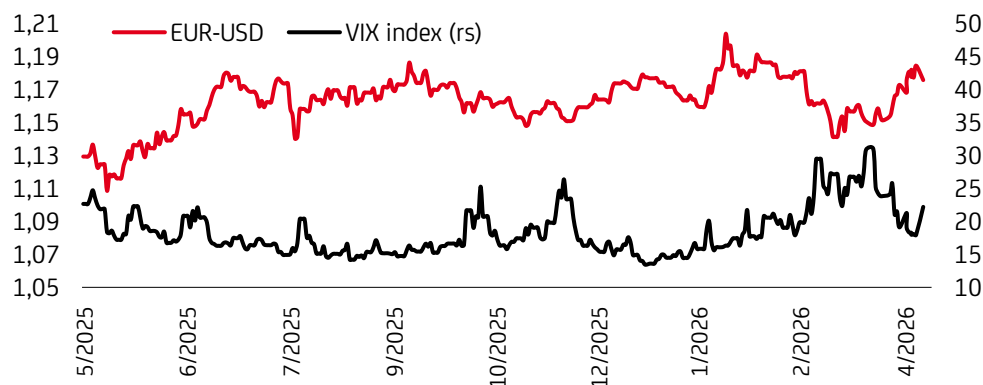
Nedávny vývoj cien poukázal na kľúčové témy devízového trhu (podrobnejšiu analýzu nájdete v našom nedávnom článku *Krátky pohľad – Dolár vo vojne: tri lekcie*, 8. apríl). **1.** Index amerického dolára (DXY), a tým aj EUR – USD, ktorý tvorí viac ako 55 % koša, je citlivejší na výkyvy globálnej averzie k riziku ako na zmeny cien ropy. To je znázornené na grafe nižšie, ktorý zobrazuje EUR – USD voči VIX (index strachu). **2.** Proces dedolarizácie sa neskončil, ale na jeho pokračovanie je potrebné prostredie s nízkou volatilitou. **3.** Sprísňovanie podmienok zo strany hlavných centrálnych bánk vrátane ECB nemôže vyvolať obrat kurzu ich mien voči USD, ak sa medzitým nezmierni averzia voči riziku.

Kurz EUR – USD klesol na 1,1412 (len mierne pod minimom 1,1442 dosiahnutým počas 12-dňovej krízy na Blízkom východe v júni minulého roka), čo naznačuje, že investori sa aj naďalej bránia využívať silnejší klesajúci trend vzhľadom na neistotu, ktorá obklopuje USD pred súčasným konfliktom, najmä v dôsledku hospodárskej politiky USA. Po tom, čo americký prezident Donald Trump 8. apríla oznámil 14-dňové prímérie, sa pár opäť zotavil, keďže napätie sa dočasne zmiernilo. Zotavenie sa HUF po víťazstve Pétera Magyara v maďarských parlamentných voľbách poskytlo kurzu EUR – USD ďalšiu podporu. Pár sa potom dostal na úroveň 1,1848, t. j. mierne nad 1,1813, čo je záverečná úroveň z 27. februára, teda deň pred vypuknutím konfliktu, keď Irán 17. apríla pôvodne oznámil opätovné otvorenie Hormuzského prielivu.

Vývoj na Blízkom východe zostáva v súčasnosti kľúčovým faktorom. Ak sa konflikt opäť vystupňuje, opätovný nárast globálnej averzie voči riziku by mohol posilniť úlohu zelenej bankovky ako bezpečného prístavu a zatlačiť kurz EUR – USD nižšie. Na dosiahnutých úrovniach si však už tento pár vytvoril dostatočný vankúš smerom nadol, aby obmedzil prípadný prepad k nedávnym minimám v blízkosti 1,14. Oblasť 1,15 sa v tomto prípade pravdepodobne udrží. Kurz EUR – USD napokon reagoval na patovú situáciu v Hormuzskom prielive a najnovší vývoj iránskej krízy tlmene. Trhy sú naďalej presvedčené, že krachu sa nakoniec podarí zabrániť a dohoda sa napokon dosiahne, pričom investori zatiaľ radšej vyčkávajú, ako by mali masívne zvyšovať dlhý kurz USD. Naopak, zmiernenie napätia na Blízkom východe, čo je náš základný scenár, s následným poklesom rizikovej prirážky spôsobenej vojnou, pravdepodobne zvýši hodnotu kurzu EUR – USD smerom k hornej hranici obchodného pásma 1,15 – 1,20. Kľúčovou otázkou by však v tomto prípade bolo, či by prekonanie maximálnej hodnoty 1,2078 od začiatku roka, ktoré by ECB síce privítala kvôli negatívnemu vplyvu na infláciu, bolo v súlade so súčasným celkovým geoeconomickým scenárom. Kurz EUR – USD by sa však mohol posunúť vyššie aj v prípade, že by USA boli zatiahnuté do dlhotrvajúceho konfliktu, keďže by sa to pre Trumpovu administratívu stalo idiosynkratickým rizikovým faktorom, ak by sa nepodarilo vytvoriť stratégiu odchodu. Trump by tiež mohol uprednostniť konkurencieschopnejší USD pred voľbami v polovici volebného obdobia v USA, aby pomohol americkému vývozu a znížil obchodnú nerovnováhu USA.

GRAF 2.4: GEOEKONOMICKÉ FAKTORY NAĎALEJ OVPLYVŇUJÚ DYNAMIKU EURA A AMERICKÉHO DOLÁRA

EUR – USD A INDEX VIX (RS)



Zdroj: LSEG, Investment Institute UniCredit

Komodity

Ropa

Ropné trhy v posledných týždňoch prudko precenili, pričom cena ropy Brent sa udržala na podstatne vyšších úrovniach, keďže geopolitické riziko sa opäť stalo dominantným krátkodobým faktorom. Hoci nádej na dosiahnutie dohody medzi jednotlivými stranami dočasne znížila bezprostredné riziká, dôvera v bezpečnosť dodávok v regióne sa opäť oslabila po tom, ako USA uvalili námornú blokádu na iránsku námornú dopravu, ako aj po obnovených iránskych hrozbách odvetných opatrení voči prístavom v Perzskom zálive a útokov na zahraničné obchodné plavidlá. Zvýšená neistota spôsobila, že ceny sa vrátili mierne pod úroveň 100 USD/barel, čo podčiarkuje citlivosť trhu na riziko eskalácie. Naratív o nadbytku už nie sú dominantné. Zásoby sa v kľúčových regiónoch zmenšili, voľné kapacity zostávajú nerovnomerné a ponuka krajín mimo OPEC reaguje pomaly, čo zosilňuje vplyv geopolitických správ na ceny. Očakávame, že cena ropy Brent sa do konca roka 2026 zníži k úrovni 90 USD za barel, keďže rizikové prirážky postupne klesajú, ale cenové prostredie zostáva krehké. Akékoľvek zhoršenie konfliktu by pravdepodobne oddialilo normalizáciu a udržalo by ceny dlhšie na vyššej úrovni, zatiaľ čo dôveryhodná a trvalá deeskalácia by mohla spôsobiť pokles cien pod náš základný trend.

Zemný plyn

Referenčná cena zemného plynu v Európe (TTF) je naďalej veľmi volatilná a od začiatku vojny v Iráne koncom februára vzrástla o takmer 30 %. Hoci ceny v posledných týždňoch výrazne klesli, keďže trhy začali byť optimistickjšie, pokiaľ ide o rýchle zmiernenie napätia, krátkodobý výhľad zostáva náročný. Katar a Spojené arabské emiráty, ktoré sa podieľajú na celosvetových dodávkach LNG približne 20 %, nemôžu od začiatku vojny LNG vyvážať. Okrem toho sa odhaduje, že 16 % katarskej kapacity bolo poškodených a bude odstavených na niekoľko rokov. To zhoršilo predtým pozitívnu rovnováhu ponuky a dopytu pre dovozcov. Hoci ceny v poslednom čase ustúpili, letná sezóna dopĺňania zásob sa v skutočnosti ešte nezačala a v nasledujúcich mesiacoch ju čakajú náročné vyhladky, a to aj v prípade, že sa vojnové konflikty na Blízkom východe začnú zmiernovať. Naša prognóza priemernej ceny TTF vo výške 55 eur/MWh je jednoznačne vyššia ako posledná cenová úroveň 40 – 45 eur/MWh. Domnievame sa, že súčasná úroveň cien neodráža ani vznikajúce riziká v oblasti dodávok LNG, ani očakávaný rastúci dopyt v súvislosti s dopĺňaním zásob v Európe a Ázii pred zimnou vykurovacou sezónou 2026 – 2027.

Zlato

Zlato sa obchodovalo v blízkosti 4 800 USD za uncu a bolo na ceste k štvrtému týždňovému zisku za sebou, k čomu prispeli odznievajúce obavy z inflácie, keďže sa zlepšili vyhladky na trvalejšie prímerie medzi USA a Iránom. Optimizmus spojený s potenciálnou dohodou zaťažil ceny ropy, zmiernil inflačné tlaky a zmiernil očakávania ďalšieho sprísňovania centrálnych bánk. Hoci pretrvávajúca neistota v súvislosti s overovaním a realizáciou akejkoľvek dohody a normalizácia narušenia dodávok energie by mohla trvať dlhšie, nedávny vývoj na trhu znížil bezprostredné riziká. V tejto situácii zostáva zlato približne 17 % nad svojím marcovým minimom, čo zdôrazňuje jeho odolnosť. Do budúcnosti očakávame, že zlato bude naďalej slúžiť ako bezpečné aktívum. Krátkodobú volatilitu síce spôsobujú faktory likvidity a úrokových sadzieb, ale strednodobú až dlhodobú podporu naďalej jednoznačne podporuje geopolitická neistota a pretrvávajúce nákupy centrálnych bánk.

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

	Reálny HDP (% R/R)			Spotrebiteľské ceny (% R/R)			Zostatok rozpočtu (% 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	3,3	2,6	- 7,4	- 7,9	- 8,0
Eurozóna	1,5	0,8	1,1	2,1	3,1	2,3	- 3,4	- 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	0,9	1,0	0,9	1,8	1,5	- 5,1	- 5,0	- 4,6
Taliansko	0,7	0,5	0,6	1,5	3,2	2,1	- 3,1	- 2,9	- 2,8
Španielsko	2,8	2,2	1,6	2,7	3,3	2,6	- 2,5	- 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: 0,4 % (2025), 0,6 % (2026) a 1,5 % (2027)

ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

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

Zdroj: Investment Institute UniCredit

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	20. 4. 2026	2Q26	3Q26	4Q26
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,00	2,25	2,50	2,50
3M Euribor	2,19	2,31	2,52	2,55
2Y Schatz	2,46	2,65	2,65	2,60
10-ročný nemecký dlhopis	2,98	3,10	3,10	3,00
2Y EUR swap	2,64	2,90	2,85	2,75
10-ročný EUR swap	3,01	3,15	3,15	3,05
10-ročné rozpätie swap – Bund	3	5	5	5
2Y BTP	2,64	2,85	2,85	2,80
10Y BTP	3,72	3,90	3,90	3,80
10-ročné rozpätie BTP – Bund	74	80	80	80
USA				
Sadzba Fed	3,75	3,75	3,75	3,50
3M OIS SOFR	3,67	3,67	3,60	3,42
2Y UST	3,72	3,85	3,75	3,65
10Y UST	4,26	4,40	4,40	4,40
10-ročné rozpätie UST – Bund	128	130	130	140

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ TRHY

	20. 4. 2026	2Q26	3Q26	4Q26
EUR – USD	1,18	1,17	1,18	1,19
USD – JPY	159	157	154	152
EUR – JPY	187	184	182	181
GBP – USD	1,35	1,33	1,33	1,32
EUR – GBP	0,87	0,88	0,89	0,90
USD – CNY	6,82	6,88	6,85	6,80
EUR – CNY	8,02	8,05	8,08	8,09

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	20. 4. 2026	Polovica roka 2026	Koniec roka 2025
Ropa			
Brent USD/barel	95	100	90
Akcie			
Euro STOXX 50	5 986	6 000	6 300
STOXX Europe 600	621	630	660
DAX	24 418	25 000	26 000
MSCI Taliansko	124	125	135
S&P 500	7 110	7 100	7 400
Nasdaq 100	26 590	26 000	28 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	72	90	95
iBoxx Banks Senior	68	85	90
iBoxx High Yield NFI	279	325	350

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

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

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

Vývoj vybraných indexov finančného trhu

Od	20. 4. 2021	20. 4. 2022	20. 4. 2023	20. 4. 2024	20. 4. 2025	20. 4. 2026	1. 1. 2026
Do	20. 4. 2022	20. 4. 2023	20. 4. 2024	20. 4. 2025	20. 4. 2026	20. 4. 2026	20. 4. 2026

INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI Svet (v USD)	4,6	- 3,7	17,7	8,0	35,7	73,4	5,2
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	- 16,6	- 6,6	4,6	8,1	53,7	37,2	14,6
MSCI USA (v USD)	7,6	- 6,5	22,6	6,9	36,2	80,0	4,1
MSCI Európa (v EUR)	10,1	5,6	10,2	4,6	26,4	66,2	6,0
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	- 15,2	- 2,6	5,7	7,9	46,1	39,3	12,9
STOXX Europe 600 (v EUR)	9,0	4,8	10,4	4,7	26,9	64,5	6,0
DAX 40 (Nemecko v EUR)	- 5,1	10,0	12,3	18,9	15,2	58,9	- 0,3
MSCI Taliansko (v EUR)	7,0	15,0	31,7	13,0	39,4	148,7	7,1
ATX (Rakúsko, v EUR)	8,9	2,6	14,7	16,6	55,1	126,5	10,9
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	14,3	- 5,1	2,1	7,3	18,1	38,0	2,6
S&P 500 (USA, v USD)	9,4	- 5,8	22,2	6,9	36,3	83,6	4,2
Nikkei (Japonsko, v JPY)	- 4,7	7,7	31,8	- 7,0	72,4	118,4	17,7
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	- 18,5	3,4	- 11,7	9,2	29,6	6,0	3,0

INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	- 9,6	- 2,3	- 4,9	6,8	5,4	- 5,4	0,3
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	- 9,4	- 11,0	2,2	2,9	- 1,0	- 15,9	0,2
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 8,4	- 10,3	3,7	4,0	0,3	- 10,9	0,1
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 7,3	- 6,1	5,8	5,8	2,5	0,0	0,4

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

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	135	62	108	- 30	- 8	266	11
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	112	162	4	- 5	52	322	12
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	111	177	- 6	- 11	42	311	14
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	161	207	- 37	- 44	31	314	18

VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)

Americký dolár (EUR – USD)	- 10,1	1,1	- 2,7	6,4	3,5	- 2,3	0,1
Britská libra (EUR – GBP)	- 3,9	6,3	- 2,9	0,3	1,4	0,8	- 0,2
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	- 7,0	- 4,3	- 1,3	- 4,3	- 1,1	- 16,4	- 1,3
Japonský jen (EUR – JPY)	6,0	6,5	11,7	- 1,7	15,4	43,7	1,5

KOMODITY (ZMENA V %)

Komoditný index (GSCI, v USD)	9,3	2,5	18,9	37,4	43,9	162,5	10,8
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	31,5	- 21,3	6,1	- 8,1	42,0	39,5	11,2
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	10,0	2,4	19,7	38,7	45,3	170,3	11,0
Ropa (Brent, v USD za barel)	60,3	- 24,1	7,6	- 22,0	40,6	42,5	57,1

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 20. aprílu 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 INŠTITÚTUManuela 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 Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Nemecko

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Oliver Prinz,
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

VÝROBA

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 predať alebo speňažiť určité investície alebo získať spoľahlivé informácie o ich hodnote.
6. Ak sa informácie týkajú konkrétneho daňového režimu, upozorňujeme, že daňový režim závisí od individuálnej situácie zákazníka a môže sa v budúcnosti zmeniť.
7. Ak sa informácie týkajú budúcich výsledkov, upozorňujeme, že nepredstavujú spoľahlivý ukazovateľ týchto výsledkov.
8. Diverzifikácia nezaručuje zisk ani ochranu pred stratou.

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

E 25/1

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 21. aprílu 2026.