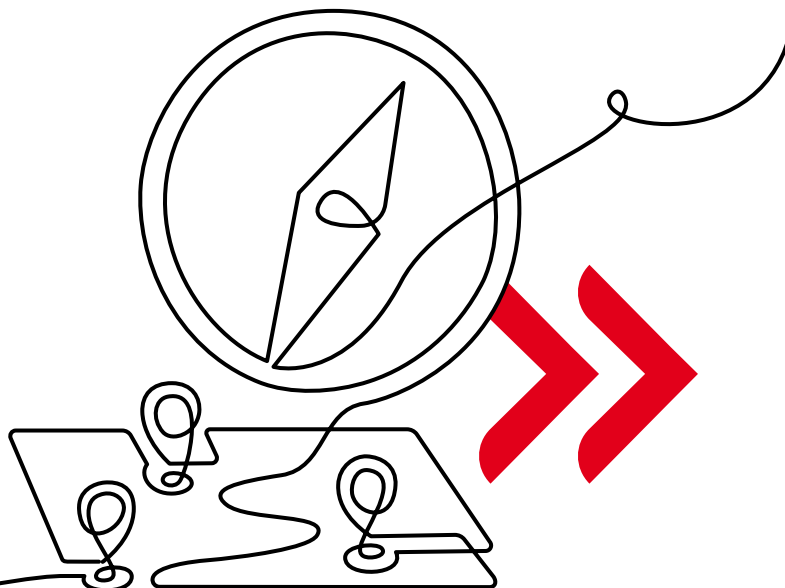


Kompas Přehled

18. září 2025



Fed pod tlakem

Srpen je na finančních trzích obvykle turbulentním měsícem. Řada finančních krizí – od ruské krize v roce 1998 či krize rizikových hypoték v roce 2007 až po krizi státního dluhu v eurozóně v roce 2011 a krach na čínském akciovém trhu v roce 2015 – začala na vrcholu letní okurkové sezony, kdy je likvidita mimořádně nízká. Letošní srpen se však navzdory mnoha frontám, které otevřela Trumpova administrativa, nesl na trzích v poklidném duchu. Trhy pozitivně přivítaly zmírnění obchodního napětí mezi USA a některými jejich klíčovými obchodními partnery a také vyhlídky (do té doby opomíjené) na rychlé vyřešení konfliktu na Ukrajině.

Září pak přineslo opět velkou míru nejistoty. Úrokové sazby na dlouhodobých státních dluhopisech na hlavních trzích rostou. Na trzích se odráží snaha Bílého domu získat větší kontrolu nad Radou guvernérů Fedu, politická nestabilita ve Francii a Japonsku a velmi nejisté makroekonomické prostředí ve Velké Británii. K tomu se dále přidává stále užší spolupráce mezi autoritářskými režimy (Čína a Rusko).

Podle našeho názoru je tím nejaktuálnějším a největším zdrojem obav na trzích budoucnost Fedu. Bílý dům se bez uzardění snaží přeměnit centrální banku z technokratické instituce v čistě politického aktéra a převzít plnou kontrolu nad FOMC, který rozhoduje o sazbách.

Náš základní scénář vzhledem k právním problémům, na které může americký prezident Donald Trump při realizaci své strategie narazit, počítá s určitým politickým vměšováním do měnové politiky Fedu, s úplnou politizací centrální banky však nikoli. Když se nyní Stephen Miran, architekt Trumpovy hospodářské politiky, stal členem Rady guvernérů Fedu, může se debata v rámci FOMC dále zpolitizovat.

V tomto vydání Kompasu se zamýšlíme nad tím, co by se mohlo stát, kdyby se Trumpovi povedlo převzít plnou kontrolu nad Fedem a donutit ho snížit sazby o 300 bazických bodů. S narůstající mírou politizace Fedu se zvyšuje riziko, že investoři budou k USA přistupovat jako k rozvíjející se ekonomice – výnosy dluhopisů porostou a kurz amerického dolaru klesne. Pokud jde o akciové trhy, tam je výsledek spíš nejistý. Zároveň by to ECB stavělo do nepříjemné pozice, zejména když se bude muset vypořádat s posilující měnou. Politizaci Fedu považujeme za krajní variantu, přesto je to ale něco, co stojí za bližší pohled, abychom byli připraveni na všechny varianty.

POHLEDY INVESTITČNÍCH ŘEDITELŮ

2

Alokace aktiv

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

3

Téma 1:

Co když se zvýší politický tlak na FED?

VÝVOJ NA TRHU

6

Co se děje na trhu?

- Akcie
- Pevně úročené cenné papíry
- Devizový trh
- Komodity

Téma 2:

Rekonstrukce Ukrajiny:
Investiční příležitosti

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY

16

Manuela D'Onofriová
předsedkyně
Investment Institute

Fabio Petti
spolupředseda
Investment Institute

Edoardo Campanella
ředitel a šéfredaktor
Investment Institute



Pohledy investičních ředitelů

Alessandro Caviglia (Itálie), Philip Gisdakis (Německo), Oliver Prinz (Rakousko)

Tržní prostředí – a v souladu s ním i náš investiční postoj – se vyznačuje napětím mezi tlumenějšími výhlídkami v nadcházejícím období a konstruktivnějším výhledem ve střednědobém až dlouhodobém horizontu. Aktuální zpomalení hospodářské aktivity v USA během několika čtvrtletí ustane a hospodářský růst USA pravděpodobně opět zrychlí. Ekonomika eurozóny v příštím roce díky rostoucím investicím a fiskálním stimulům, zejména ze strany Německa, rovněž získá na síle. Tato očekávání se pak promítají do očekávání robustního růstu zisků amerických a evropských společností v nadcházejícím roce.

V nejbližší době se však trhy musejí potýkat s přítomnými riziky. Zpomalení americké ekonomiky již ovlivňuje americký trh práce; to přimělo Fed k opětovnému zahájení cyklu snižování sazeb. Vedle toho tu máme dopady obchodní války na inflaci v USA a rostoucí federální deficit. V Evropě pak krátkodobý sentiment ovlivňují důsledky významně vyšších cel v USA a politická a fiskální nejistota ve Francii. ECB se kromě toho pravděpodobně blíží ke konci svého cyklu snižování sazeb, a tak slábnou i pozitivní impulzy pro dluhopisové a akciové trhy plynoucí z měnové politiky.

V tomto prostředí snižujeme expozici vůči dluhopisům a doporučujeme zkracovat duraci přesunem expozice z dluhopisů (z nadvážení na neutrální) na peněžní trhy (z podvážení na neutrální). Evropské podnikové dluhopisy díky solidním úvěrovým profilům vypadají stále zdravě, nyní však máme pro tuto třídu aktiv neutrální doporučení (z nadvážení) a v případě evropských státních dluhopisů dokonce snižujeme doporučení na podvážení, a to kvůli našemu opatrnějšímu postoji k cenným papírům s pevným výnosem. U dluhu EM však stále vidíme hodnotu, tak zde ponecháváme doporučení k nadvážení.

Pokud jde o měny, potvrzujeme náš opatrný postoj k americkému dolaru, abychom tak řídili potenciální riziko zpolitizovaného a méně nezávislého Fedu. U akcií zachováváme neutrální postoj, protože se domníváme, že je ještě příliš brzy na to, abychom vzhledem k různým rizikovým faktorům pozici nadvážili. Tento neutrální postoj však přináší velkou flexibilitu v případě volatility na trhu: případné oslabení na trhu můžeme využít k vytvoření expozice vůči sektorům a firmám s dobrými výhlídkami.

ALOKACE AKTIV

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

	PODVÁŽENÍ	NEUTRÁLNÍ	NADVÁŽENÍ
Akcie svět		●	
Akcie USA		●	
Akcie Evropy		●	
Akcie Pacifiku (rozvinuté trhy ¹⁾)		●	
Akcie rozvíjejících se trhů		●	
Dluhopisy svět		●	
Státní dluhopisy (eurozóna)	●		
Státní dluhopisy (mimo eurozónu)	●		
Podnikové dluhopisy (v investičním stupni, denominace v EUR)		●	
Podnikové dluhopisy (bez investičního stupně)	●		
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (mezinárodní měna)			●
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (místní měna)			●
Peněžní trhy		●	
Alternativní investiční nástroje		●	
Komodity		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

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





Makroekonomický vývoj

Autoři: Tullia Bucco, Daniel Richard Vernazza

1 Aktuální vývoj u celních sazeb USA

Americká administrativa se v posledních týdnech soustředila na uzavírání obchodních dohod se svými partnery. Tyto dohody stále ponechávají americká cla na mnohem vyšší úrovni, než na které se nacházela na začátku roku (v průměru asi o 15 procentních bodů oproti podílům na celkovém objemu obchodu v roce 2024), zároveň jsou ale nižší než „reciproční“ cla oznámená na začátku dubna. Tyto dohody snížily míru nejistoty v obchodní politice. Většina Trumpových cel [ta, která byla zavedena na základě zákona IEEPA (International Emergency Economic Powers Act)] byla však nyní zpochybněna americkým federálním odvolacím soudem, který je 29. srpna označil za nezákonná. Případem se nyní bude zabývat Nejvyšší soud. Pokud by rozhodl, že se zavedení rozsáhlých cel nemůže opírat o IEEPA, vláda USA by možná musela vrátet americkým dovozcům již zaplacená cla. Prezident Trump má další výkonné pravomoci, které může využít k uvalení cel (včetně článku 232 zákona o rozšíření obchodu z roku 1962 a článku 301 obchodního zákona z roku 1974). Třebaže mají tyto pravomoci svá omezení, očekáváme, že vyšší sazby přetrvají i nadále.

2 Fiskální problémy Spojeného království

Vláda Spojeného království informovala, že svůj podzimní rozpočet představí 26. listopadu. Termín načasovala na nejzazší termín, jak to jen šlo, v naději, že do té doby klesnou výnosy dlouhodobých britských státních dluhopisů – aktuálně činí 5,5 %. Růst výnosů dlouhodobých britských státních dluhopisů zvýší náklady na obsluhu veřejného dluhu (zmírňujícím faktorem je zde relativně dlouhá průměrná splatnost veřejného dluhu Spojeného království) a vytlačí investice soukromého sektoru. Odhady naznačují, že ministryně financí Rachel Reevesová bude nyní muset sáhnout ke zvýšení daní a snížení výdajů až o 30–50 miliard GBP (0,9–1,5 % HDP), pokud chce dodržet svá fiskální pravidla a dosáhnout vyrovnaného běžného rozpočtu (tzn. bez investic) v období 2029–2030 a snížit ve stejném období podíl čistého finančního dluhu (čistě finanční závazky veřejného sektoru, v současnosti 83,9 % HDP) na HDP. Investoři budou sledovat, zda Reevesová dokáže přijít s přesvědčivými opatřeními, která to umožní a zároveň neutlumí hospodářskou aktivitu.

3 Politická krize ve Francii

Politickou krizi vyvolanou rozpuštěním francouzského Národního shromáždění v roce 2024 ještě prohloubilo odstoupení premiéra Françoise Bayroua před zahájením jednání o rozpočtu na rok 2026, které vyvolalo neúspěšné hlasování o důvěře vládě, jak se očekávalo. Pokusy prezidenta Emmanuela Macrona propojit umírněné středopravé a středolevé strany se zcela minuly účinkem, což v prostředí rostoucí politické polarizace vystavuje francouzské instituce velkému tlaku. Nově jmenovaný premiér Sébastien Lecornu, blízký Macronův spojenec, stojí před nelehkým úkolem dosáhnout konsenzu o rozpočtu. Pravděpodobně bude muset přistoupit na ústupky opozičním stranám, což by mohlo oslabit Macronovy reformy a ambice v oblasti fiskální konsolidace. I kdyby se Lecornuovi podařilo dosáhnout dohody o rozpočtu (což není náš základní předpoklad), legitimita jeho vlády, která nemá mandát od občanů, by stejně omezovala její manévrovací prostor a stejně tak by pravděpodobně přetrvávala frustrace veřejnosti projevující se protesty na kruhových objezdech. Patovou situaci by mohly zvrátit pouze nové parlamentní volby uspořádané již podle reformovaného, proporcionálnějšího systému, pokud ovšem Macron přijme jejich výsledek.



Co když se zvýší politický tlak na Fed

Autoři: Edoardo Campanella, Francesco Maria Di Bella, Roberto Mialich, Christian Stocker, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

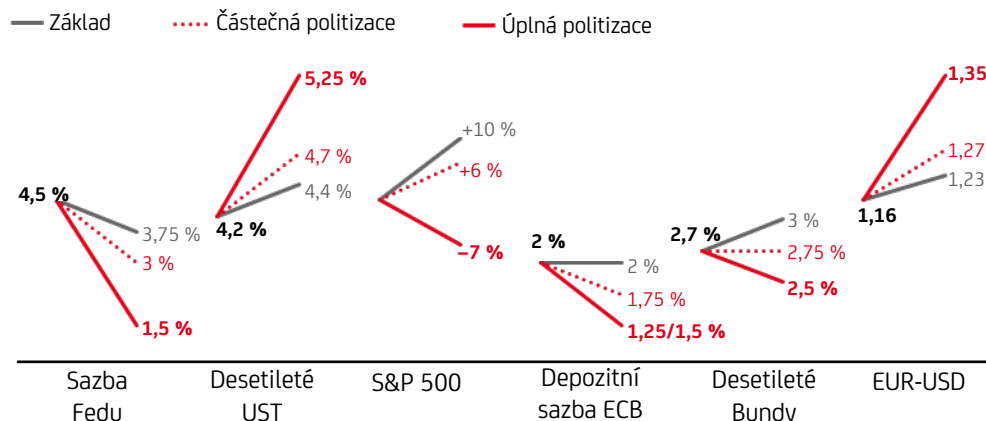
Trumpova administrativa ještě vystupňovala svůj tlak na Fed. Neusiluje již pouze o funkci předsedy centrální banky – ta se stejně uvolní v květnu příštího roku. Nyní se snaží obměnit celý rozhodovací orgán. Odvolání guvernéry Fedu Lisy Cookové (které je předmětem soudního řízení) by v případě potvrzení vedlo k tomu, že by měl Bílý dům v Radě guvernérů Fedu **většinu 4:3** potřebnou k únorové volbě regionálních prezidentů Fedu a k obsazení FOMC (pověřeného stanovováním sazeb) holubicemi. Tento krok by měl daleko větší důsledky než nahrazení Jeroma Powella sympatizujícím předsedou. Z Fedu by se stala politická instituce.

Abychom lépe pochopili možné důsledky zpolitizovaného Fedu, podíváme se na **tři scénáře**, z nichž se každý vyznačuje různou mírou politického vlivu. Postupně představíme každý z nich:

1. Základní scénář: Ekonomická data v USA v posledních měsících oslabovala, zejména pokud jde o trh práce. Nezaměstnanost se stále blíží 4 %, finanční podmínky se uvolnily a inflační tlaky zůstávají zvýšené, v důsledku cel přitom budou dál růst. V tomto scénáři, který předpokládá, že Trumpova administrativa nedokáže obsadit většinu ve FOMC a zvítězí makroekonomické argumenty, proto očekáváme, že Fed tento rok sníží sazby o 25 bb na 4 % a o 25 bb na 3,75 % v roce 2026.
2. Scénář částečné politizace: Bílý dům získá silnější vliv na centrální banku a Fed do konce příštího roku sníží sazby na 3 %. Na této úrovni by se sazba federálních fondů vyrovnala své neutrální hodnotě. To by bylo v souladu s tím, s čím aktuálně počítají trhy, ačkoli v očekávání investorů se oproti našim očekáváním odráží spíš výraznější zhoršení ekonomických dat než politizace centrální banky.
3. Scénář úplné politizace: Fed sníží sazby na 1,5 % v souladu s tím, co chce Trump, s možností obnovení programu QE. Takový krok by neměl oporu v ekonomickém fundamentu, odrážel by záměr Trumpovy administrativy uvolnit finanční podmínky s cílem stimulovat hospodářský růst a financovat rozpočtový deficit USA.

GRAF 1.1: DOPAD ZPOLITIZOVANÉHO FEDU NA TRH

ÚROKY CENTRÁLNÍ BANKY A POHYBY TRHU VE TŘECH NAŠICH SCÉNÁŘÍCH, NYNÍ VS. 4Q26



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit



V našem základním scénáři ponechá **ECB** depozitní sazbu na 2 %, protože rizika inflačního výhledu a robustní hospodářský výhled omezují prostor pro další uvolňování. Ve scénáři částečné politizace ECB sníží depozitní sazbu do konce příštího roku, aby zamezila nadměrnému posilování společné měny, které by vedlo k utažení finančních podmínek. Masivní uvolňování Fedu a pravděpodobné tržní turbulence, které jsme si vytyčili pro třetí scénář, by vyžadovaly zásah ECB v podobě snížení sazeb. V takovém případě bychom očekávali, že se bude depozitní sazba pohybovat na konci roku 2026 mezi 1,50 a 1,75 %.

Na **forexovém trhu** očekáváme s přibývajícími důkazy o politizaci Fedu oslabení amerického dolaru. V základním scénáři nadále počítáme s tím, že Fed nebude postupovat tak agresivně, jak to vidí trhy. To by omezilo prostor pro trvalejší rally na páru EUR-USD, který nyní vidíme na hodnotě 1,23 na konci roku 2026. Navzdory nižší intenzitě měnového uvolňování ze strany Fedu je mírné oslabení zelené bankovky, které očekáváme, způsobeno také setrvalým poklesem důvěry investorů v americký dolar jako bezpečnou měnu. Ve scénáři se snížením úrokových sazeb Fedu na 3 % očekáváme, že měnový pár EUR-USD do konce roku 2026 posílí na 1,27. Scénář plně politizace by byl vnímán jako jistá forma kapitulace Fedu před diktátem Trumpovy administrativy. I kdyby ECB v takovém případě reagovala dvěma nebo třemi sníženími sazeb, podle našeho názoru by pár EUR-USD vzrostl až k 1,35, což by byla jeho nejvyšší úroveň od září 2014.

Pokud jde o **trhy státních dluhopisů**, pak v případě, že Fed do konce roku 2026 sníží sazby o 75 bb, jak to předpokládáme v našem základním scénáři, výnosy krátkodobých státních cenných papírů pravděpodobně zůstanou zhruba na těchto úrovních. Výnosy s delší splatností na druhou stranu nejspíš vzrostou vlivem jejich rozsáhlé emise. Očekáváme, že výnos desetiletého státního dluhopisu vzroste na 4,4 % a spread 2/10Y se do prosince 2026 rozšíří na 80 bb. Vlády členských zemí eurozóny budou v tomto scénáři ovlivněny jen málo; výnos německých desetiletých dluhopisů se zřejmě zvýší na 3 %, a to vlivem fiskální expanze a zlepšující se ekonomické situace v Německu. Ve druhém scénáři počítáme s poklesem krátkodobých výnosů, které by zůstaly ukotveny na úrovni základní sazby. Uvolněnější měnová politika by přispěla k inflačním tlakům a zvýšila tržní inflační tlaky.

To by vedlo ke zvýšení nominálních výnosů u emisí s delšími splatnostmi s tím, jak by se investoři snažili zachovat reálnou hodnotu svých investic. Domníváme se, že v tomto scénáři by se výnos amerického desetiletého státního dluhopisu zvýšil na 4,7 % a spread 2/10Y UST by se rozšířil na 150 bb. Evropské státní dluhopisy denominované v eurech by na druhou stranu těžily ze snížení sazeb ECB, výnos desetiletých Bundů by zůstal na 2,75 %. V případě masivnějšího měnového uvolnění ze strany Fedu by stejně prudce vzrostla inflační očekávání, což by znamenalo růst výnosu 10Y UST nad 5 % a rozšíření spreadu 2/10Y UST na 350 bb. Takový pohyb, částečně tlumený obnovením QE, by byl naopak podpořen poklesem důvěry v americké instituce, což by zvýhodnilo evropské státní dluhopisy. V tomto scénáři máme za to, že by výnos desetiletých Bundů klesl na 2,5 %.

V našem základním scénáři pracujeme s konstruktivním pohledem na **akciové trhy**, a to s ohledem na vysoké zisky podniků (zejména v technologickém a komunikačním sektoru), vysokou produktivitu, fiskální podporu a uvolněnou měnovou politiku. V tomto případě očekáváme, že index S&P 500 do poloviny roku 2026 posílí zhruba o 10 %. Pokud by Fed snížil sazby o 150 bb, počáteční reakce na akcích by byla nejspíš pozitivní, zejména v investičně náročných sektorech. V dlouhodobější perspektivě by však vyšší výnosy vyvíjely tlak na nižší ocenění, které by bylo rovněž negativně ovlivněno strukturálně vyšší volatilitou na finančních trzích. V takovém případě by byla výkonnost amerických akcií sice stále kladná, ale nižší. Ve scénáři plně politizace by pokles sazeb pod neutrální míru a slabý americký dolar zpočátku podporovaly výkonnost akcií. Tato reakce by však byla velmi krátkodobá, protože by podle našeho názoru převládla slabší důvěra investorů v americká aktiva, a to by zahraniční investory odrazovalo od dalších nákupů amerických aktiv. Historické zkušenosti ukazují, že absence nezávislosti centrální banky je obvykle spojena s vyššími rizikovými prémie u akcií.



Vývoj na trhu

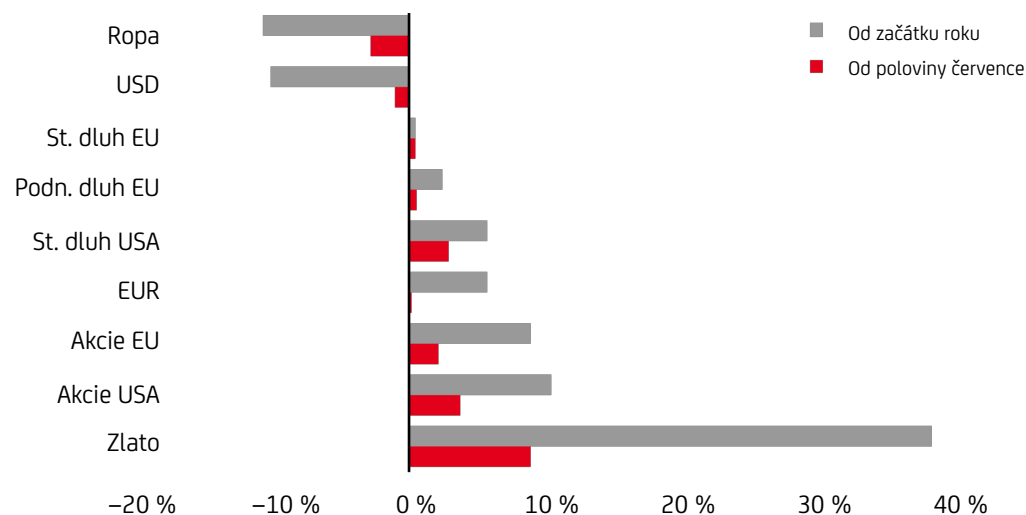
Autoři: Luca Cazzulani, Francesco Maria Di Bella, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Christian Stocker, Michael Teig

Šum...

Americký prezident Donald Trump se nepřestává vyjadřovat k měnové politice Fedu, dokládá to i jeho snaha o odvolání členky představenstva Fedu Lisy Cookové. Politický tlak na uvolnění politiky zvýšil společně s oslabením trhu práce očekávání ohledně snížení sazeb a stlačil výnosy amerických státních dluhopisů – výnos desetiletého UST se nyní blíží 4 %. Americký dolar ztratil půdu pod nohama, kurz EUR-USD posílil nad 1,17. Státní dluhopisy eurozóny byly naproti tomu poměrně stabilní, ačkoli těm francouzským se v důsledku domácí politické nejistoty příliš nedařilo. Akciové trhy byly během léta volatilní, proti úrovním před dvěma měsíci však přesto mírně vzrostly, zejména v USA. Poptávka po zlatě zůstává vysoká.

GRAF 2.1: POSLEDNÍ DVA MĚSÍCE POTVRZUJÍ LETOŠNÍ TRENDY

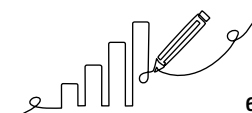
CENOVÁ VOLATILITA



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

... a signál

Očekávání investorů ohledně uvolňování měnové politiky ze strany Fedu jsou podle našeho názoru příliš optimistická, americké státní dluhopisy jsou tak po nedávném růstu zranitelné. V prostředí stabilních úrokových sazeb centrální banky v eurozóně se domníváme, že se evropské státní dluhopisy denominované v eurech budou obchodovat do strany, vidíme jen omezený prostor pro další snížení úvěrových spreadů. Očekáváme, že akciové trhy zůstanou kvůli zvýšené ekonomické a geopolitické nejistotě volatilní. Na amerických akciových trzích spatřujeme větší potenciál růstu než na evropských, protože v USA vidíme solidnější základy pro růst zisků. Pokud jde o měnový kurz, očekáváme, že bude americký dolar vůči ostatním měnám nadále ztrácet. Na komoditních trzích očekáváme vzhledem k agresivní nabídkové strategii OPEC+ stabilizaci cen ropy na současných úrovních, ceny zlata podle nás zřejmě klesnou.



Akcie

V nadcházejících měsících pravděpodobně neuvidíme jasný trend

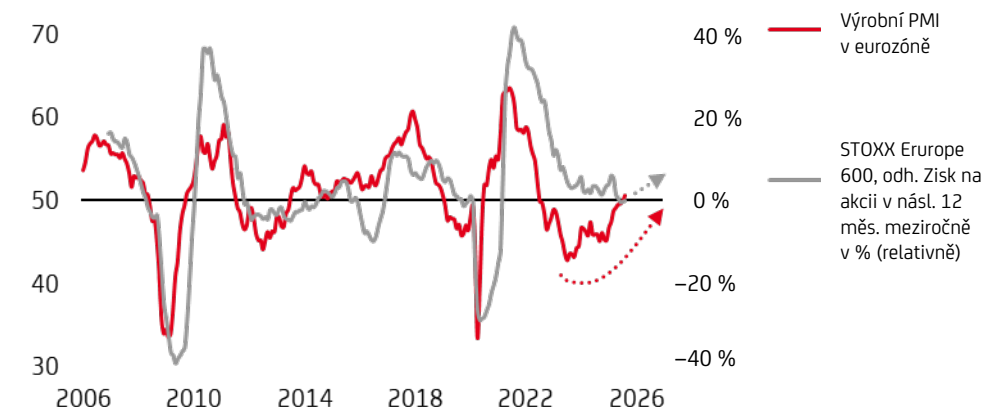
Aktiovým trhům v USA se v létě dařilo, když hlavní indexy, například S&P 500, vzrostly v období od července do srpna téměř o 5 % a vzhledem k dobrým výsledkům hospodaření společností dále posilují. Ve čtvrtek 11. září vystoupal index S&P 500 na nově historické maximum. Solidní výkonnost amerických akciových trhů doprovázely robustní zisky firem, zejména v technologickém a komunikačním sektoru, kde 82 % společností z indexu S&P 500 v tomto roce překonalo odhady zisků. USA nadále těží z vysoké produktivity a dynamického technologického sektoru, který je tažen investičními výdaji ve spojení s umělou inteligencí. **Ocenění je vyšší**, není ale extrémní. Pět největších akcí v indexu S&P 500 se obchoduje s hodnotou P/E (poměrem cena/zisk) 28, zatímco v době předchozího maxima v roce 2021 to bylo 40 a v době vrcholu s technologickou bublinou na počátku tisíciletí to bylo víc než 50.

V Evropě se od května pohybujeme v omezeném rozsahu, ačkoli ceny akcií na tamních trzích jsou blízko historických maxim, což odráží slabší výsledky hospodaření (konsenzuální odhady počítají s poklesem zisku na akcii o 2 % v roce 2025, zatímco na začátku roku se očekával růst o 8 %), obavy z cel a ocenění ukazující na to, že akcie už nejsou levné. Přesto vlivem kombinace zlepšující se hospodářské situace v Evropě a vrácení značného množství prostředků zpět do kapes akcionářů očekáváme další růst evropských akcií. K růstu cen by měl přispět i růst výdajů, zejména v oblasti kapitálových investic a fiskální infrastruktury. Růst však bude pravděpodobně silně limitován dopadem slabého amerického dolaru na agregovaný zisk na akcii a přetrvávajícími slabými výsledky známých nadnárodních firem. Předpokládáme, že domácím firmám s menší a středně velkou tržní kapitalizací se bude dařit lépe než jejich větším konkurentům.

Ve výhledu do 4. čtvrtletí letošního roku očekáváme, že **vítr do plachet v americké ekonomice** z pokračující hospodářské expanze, klesajících úrokových sazeb a zdravého růstu zisků bude tlumen vyšším oceněním aktiv a (geo)politickým rizikem. **V Evropě** zůstane růst zisku pozvolný, zhruba na úrovni tempa v posledním roce a půl (viz další graf). Vzhledem k tomu, že výkonnost evropských akciových trhů byla v letošním roce dána výhradně očekáváním zlepšení ekonomického výhledu Evropy, což se projevilo ve větším nárůstu ocenění firem v porovnání s cenami akcií, vyžaduje pokračování pozitivního vývoje na evropských akciových trzích rychlejší tempo růstu zisků firem. V příštím roce předpokládáme růst zisku na akcii o 8 %, který se bude moct opřít o silnější HDP v Evropě, ačkoli přetrvávající slabý americký dolar bude mít pravděpodobně negativní dopad na exportně orientované společnosti. V Evropě preferujeme odvětví zaměřená na domácí poptávku a nadále nadvažujeme firmy z finančního sektoru, maloobchodu, stavebnictví, telekomunikací a veřejných služeb.

GRAF 2.2: ZISKY EVROPSKÝCH FIREM BUDOU V ROCE 2026 PRAVDĚPODOBNĚ NABÝVAT NA DYNAMICE

ZISKY EVROPSKÝCH SPOLEČNOSTÍ SE ZVÝŠÍ DÍKY SILNĚJŠÍMU HDP



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Ačkoli očekáváme, že na akciovém trhu přetrvá volatilní prostředí, akciové trhy vidíme v horizontu dvanácti měsíců pozitivně. Náš cíl pro index S&P 500 v polovině roku 2026 je 7100 bodů, u indexu Euro STOXX 50 očekáváme hodnotu 5750 bodů (další cílové hodnoty indexů najdete v naší tabulce s prognózou rizikových aktiv na straně 17).

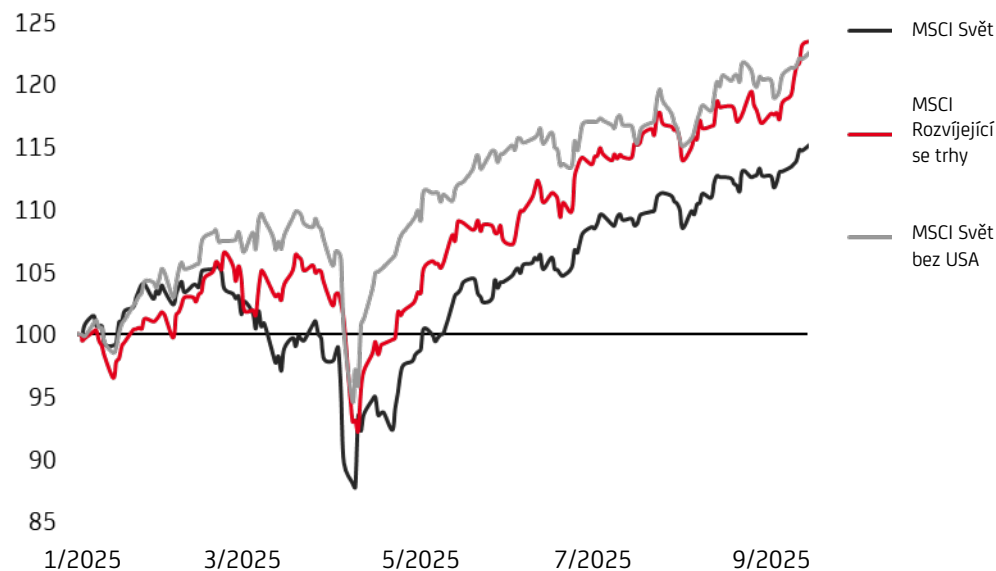
Na základě posledních dat o výkonnosti trhů a současných ekonomických prognóz se zdá, že **akcie rozvíjejících se trhů (EM)** mají všechny předpoklady k tomu, aby i nadále svou výkonností překonávaly své protějšky na rozvinutých trzích (DM), a to přinejmenším do konce roku 2025 a v roce 2026. Do poloviny září vzrostl index MSCI EM téměř o 25 % a jasně tak předstihl index MSCI World (který sleduje akcie DM) s růstem asi o 15 %. Jde o obrat po více než deseti letech dominance DM pod vedením USA způsobený především slábnoucím americkým dolarem.

Tato pozitivní dynamika na EM trzích se opírá o několik faktorů, i když není bez rizika. Přestože je jejich pozice příznivá, nejsou akcie EM imunní vůči problémům. Pokud se opět vystupňuje obchodní napětí, mohl by hospodářský růst zpomalit víc, než se očekávalo. Problémy Číny v sektoru nemovitostí a geopolitická rizika přetrvávají a prudké posílení dolaru (což není náš základní scénář) by na trhy mohly přinést volatilitu. Přestože se akciím EM celkově vede lépe, od začátku roku vykazují podobnou výkonnost jako akcie DM, pokud z nich vyloučíme akcie v USA (index MSCI World excl. US). To ukazuje na to, že výhody diverzifikace portfolia jsou daleko nad rámec pouhého začlenění akcií EM.

Souhrnně je možné konstatovat, že díky solidním fundamentům, atraktivnímu ocenění a příznivým dopadům politické a měnové dynamiky mají akcie EM silné předpoklady k tomu, aby v krátkodobém horizontu vykázaly lepší výkonnost. Investoři by však měli sledovat vývoj zahraničního obchodu a držet se selektivního přístupu se zaměřením na rychle rostoucí regiony a sektory EM ekonomik, jako je Indie, Korea nebo technologická odvětví.

GRAF 2.3: EM AKCIE MAJÍ DOBRÉ PŘEDPOKLADY PRO VYŠŠÍ VÝKONNOST V BLÍZKÉM HORIZONTU

POZITIVNÍ IMPULZ PRO EM V ROCE 2025 (1. 1. 2025 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Cenné papíry s pevným výnosem

Státní dluhopisy

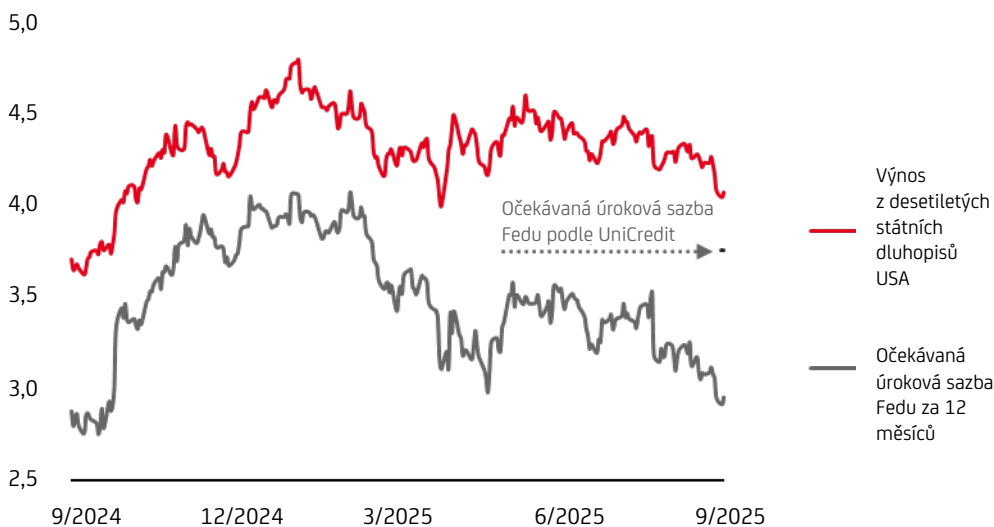
Politický a hospodářský vývoj v USA byl v poslední době důležitým faktorem ovlivňujícím globální trhy s pevně úročenými nástroji. **Výnosy dluhopisů klesly** v reakci na zhoršující se ekonomická data a rostoucí očekávání uvolnění měnové politiky Fedu. Data z poslední doby poukazující na zhoršení situace na americkém trhu práce ještě podpořily očekávání ohledně snižování sazeb ze strany Fedu poté, co předseda Fedu Jerome Powell na sympoziu o hospodářské politice v Jackson Hole poprvé naznačil snížení sazeb. V současné době forwardové nástroje amerického peněžního trhu ukazují přibližně na šest snížení sazeb do konce roku 2026. Sazba federálních fondů by se tím pádem dostala až na 3 %, což je úroveň, kterou Fed označuje za neutrální. Výnos desetiletého UST v důsledku toho klesl na úroveň kolem 4 % a nachází se blízko letošních minim. Pokles byl pravděpodobně podpořen očekávaným zpomalením amerického hospodářství. Vzhledem k různým zdrojům nejistoty (fiskální politika, institucionální prostředí, vývoj inflace) považujeme aktuální hodnoty za napjaté.

Když se podíváme na tvar křivky, vidíme, že spread výnosů 2/10Y UST se příliš nezvýšil, a to navzdory výraznému poklesu výnosu u dvouletého dluhopisu pod 3,50 %. Na druhou stranu **spread 10/30Y** se rozšířil až na maximum 70 bb, protože investoři se podle všeho v prostředí zvýšené ekonomické nejistoty stále bojí podstupovat vysoké riziko durace. Důležité je, že slabá výkonnost na extra dlouhém konci výnosové křivky byla pozorována i v několika dalších zemích. Kromě USA například v Japonsku, Velké Británii a Německu.

V eurozóně se **výnos desetiletých Bundů** zvýšil až na 2,70 % a my očekáváme, že dlouhodobé jádrové výnosy evropských státních dluhopisů denominovaných v eurech se budou v následujících čtvrtletích držet postupně rostoucí trajektorie, protože šance na další snížení sazeb ze strany ECB jsou nízké a investoři se ve stále rostoucí míře zaměřují na vývoj veřejných financí. Ve Francii se pak po nedávném pádu vlády dále zhoršila politická situace. Politická krize ve Francii se do ostatních zemí zatím přenáší jen v omezené míře. To ukazuje na to, že investoři přistupují k různým emitentům individuálně. Rozpětí u desetiletých státních cenných papírů BTP-Bund se drží u 80 bb, protože italské státní dluhopisy stále těží z poptávky po vyšších výnosech. Očekáváme, že vysoká poptávka po BTP přetrvá do konce letošního roku.

GRAF 2.4: VÝNOSY DESETILETÝCH UST A OČEKÁVÁNÍ OD FEDU

VÝNOSY NA DESETILETÝCH UST SE PŘES VEŠKEROU FISKÁLNÍ A POLITICKOU NEJISTOTU BLÍŽÍ ROČNÍM MINIMUM



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Podnikové úvěry

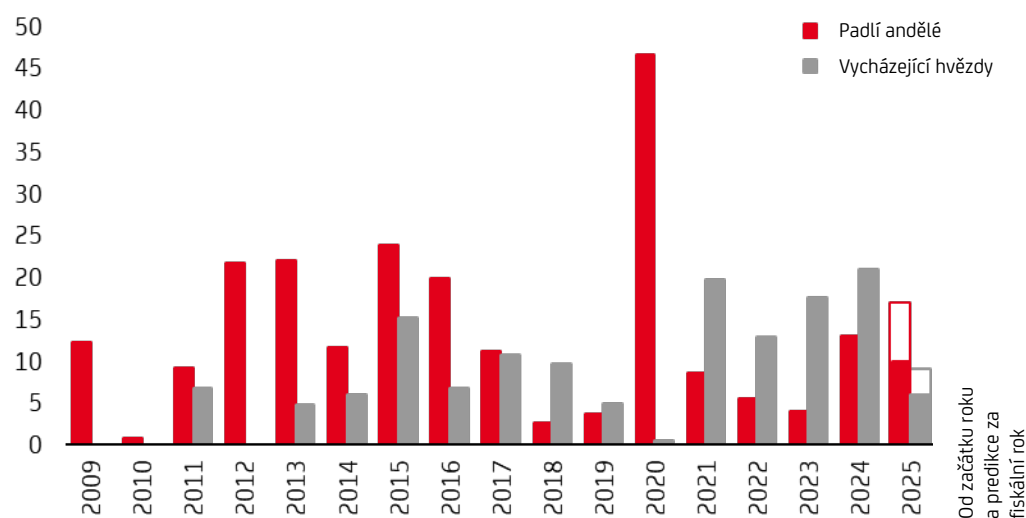
Evropské podnikové úvěrové **rizikové prémie se v průběhu léta postupně zvyšovaly** napříč segmenty iBoxx. Evropské úvěry přinesly od počátku roku solidní výnosy (IG NFI 2,3 %, FIN 3,1 % a HY NFI 4,2 %) a z hlediska výnosu a rizika vůči této třídě aktiv nadále zachováváme pozitivní výhled. Většina dobrých zpráv je však již započítána, zatímco náklady na financování se stabilizovaly a pravděpodobně nebudou dále klesat, protože vidíme, že se ECB bude v nadcházejících měsících držet stranou. Přestože úvěrové fundamenty jsou obecně solidní, což by se mělo potvrdit i během nadcházející výsledkové sezony ve druhém čtvrtletí, vybrané segmenty trhu vykazují známky zhoršující se kvality úvěrů. Na jedné straně se opět zvýšil objem padlých andělů, jak to ukazuje náš graf. Od počátku roku již narostl na 10 miliard eur (zejména v odvětví automobilů a automobilových dílů, chemikálií, technologií a zboží pro osobní potřebu a domácnost), což je nejvyšší hodnota od roku 2020.

Tento objem se podle nás do konce roku dále zvýší na 17 miliard EUR. **Spready nefinančních podniků s ratingovým stupněm CCC** se naproti tomu blíží 1000 bb, což ukazuje na napětí v nejslabším segmentu trhu. Ačkoli tento segment tvoří jen velmi malou část trhu – a rating stupně CCC mají pouze 4 % nesplacených dluhopisů iBoxx HY NFI – tak vzhledem k tomu, že prostor pro další pokles nákladů na financování je omezený, svědčí tento vývoj ve prospěch dalšího mírného rozšiřování indexu iBoxx HY NFI. Objem dluhopisů zařazených do investičního stupně letos stagnuje kolem 6 miliard eur a my tak snižujeme naši celoroční prognózu z 12 miliard eur na 8–10 miliard eur. Nad trhem se navíc stále vznáší riziko politických událostí. Bankovní úvěry se mohou opírat o předpokládané ukončení cyklu snižování sazeb ECB a strmější výnosovou křivku, která je příznivá pro ziskové operace v oblasti úvěrování. Nicméně, protože se úrokové marže bank nacházejí na historických minimech, do konce roku by mohlo dojít k jejich navýšení, a to vlivem politického rizika a potenciální volatility výnosů státních dluhopisů.

Celkově u IG, tak u HY spreadů počítáme s mírnou korekcí směrem nahoru do konce roku. Přesto je to klíčový zdroj výnosů. Podrobnější informace o našich prognózách úvěrových spreadů firemních dluhopisů naleznete v tabulce rizikových aktiv.

GRAF 2.5: IBOXX PADLÍ ANDĚLÉ VS. VYCHÁZEJÍCÍ HVĚZDY

OBJEM PADLÝCH ANDĚLŮ SE ZRYCHLUJE VÍČ NEŽ OBJEM VYCHÁZEJÍCÍCH HVĚZD, MLD. EUR



Zdroj: S&P Global, Investiční institut společnosti UniCredit

SMĚNNÉ KURZY

Vyhledky na uvolnění Fedu podporují býčí trend na páru EUR-USD

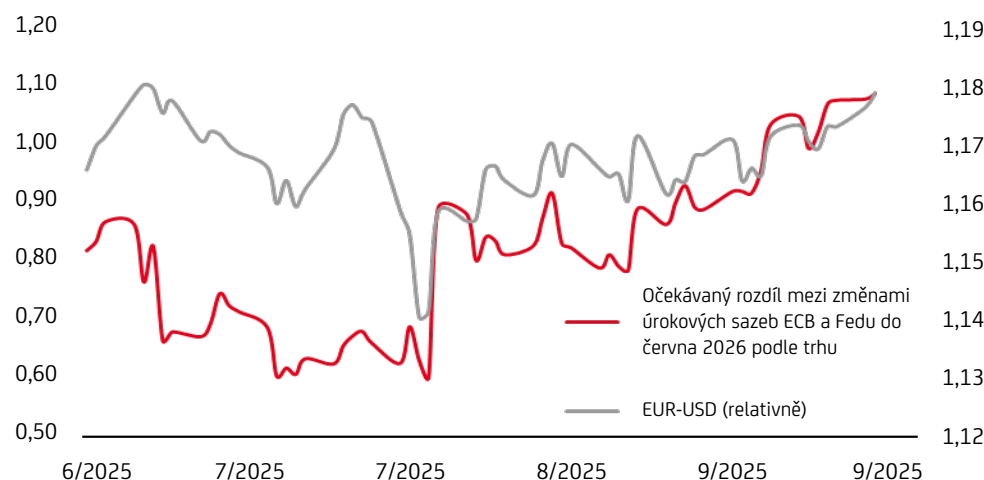
Na devizovém trhu se dostalo měnovému páru EURUSD nové podpory v podobě zvýšení očekávání snížení sazeb po srpnovém projevu předsedy Fedu Jeroma Powella v Jackson Hole a nedávno zveřejněných datech z trhu práce v USA, které byly velmi slabé. Euro nyní na tomto páru vystoupalo nad hranici 1,18, což je v souladu s našimi prognózami pro 3Q25, politická nejistota ve Francii se zde zatím neprojevuje.

Následující graf znázorňuje rozdíl v dalším uvolnění měnové politiky ECB a Fedu implikovaný forwardovými sazbami do června 2026 a potvrzuje, že očekávání ohledně úrokových sazeb zůstávají u tohoto měnového páru rozhodujícím faktorem. Téměř stabilní depozitní sazba ECB na úrovni 2,00 % v roce 2026 a snížení sazeb Fedu o víc než 50 bb do 4. čtvrtletí tohoto roku a celkem o 150 bb do 4. čtvrtletí příštího roku jsou již započítány v cenách. To pravděpodobně omezuje prostor pro další trvalou rally na měnovém páru EUR-USD, a to i vzhledem k našemu základnímu scénáři, ve kterém počítáme se snížením sazeb v USA do června 2026 pouze o 75 bb. Proto nyní očekáváme, že ve 4Q25 se bude měnový pár EUR-USD nacházet na úrovni 1,20, ve 4Q26 pak na 1,23.

Řada členů rady guvernérů ECB v poslední době vyjádřila obavy z nárůstu EUR-USD nad 1,20, protože by to společně s americkými cly významně zatížilo ekonomiku eurozóny. Úrovně dosažené v létě však potvrdily, že případný pokles EUR-USD je relativně limitovaný a nemůže být základem obratu trendu. Koncem července se například pár propadl lehce pod 1,14 po zklamání z dohody o clech, které ve Skotsku dosáhli americký prezident Donald Trump a předsedkyně Evropské komise Ursula von der Leyenová, investoři však tento propad vnímali jen jako další příležitost k levnějšímu nákupu.

GRAF 2.6: OČEKÁVÁNÍ OHLEDNĚ ÚROKOVÝCH SAZEB ZŮSTÁVAJÍ NA PÁRU EUR-USD ROZHODUJÍCÍM FAKTOREM

EUR-USD A OČEKÁVÁNÍ TRHU OHLEDNĚ DALŠÍHO UVOLŇOVÁNÍ MĚNOVÉ POLITIKY ECB A FEDU



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Komodity

Ropa

Cena ropy Brent se i nadále pohybuje kolem 67 USD/barel, dočasnou podporu našla v geopolitické nervozitě, včetně nedávného izraelského útoku v Kataru a hrozby amerických cel namířených proti ruské ropě. Nevýrazná reakce trhu na tyto události však podtrhuje přetrvávající obavy z vysoké nabídky a slabé poptávky. Růst nabídky ze strany producentů mimo OPEC a mírné navýšení produkce OPEC+ o 137 000 b/d od října ukazují na postupné uvolňování napětí na trhu. Současné s tím zůstává světová poptávka po ropě nízká a zásoby rostou.

Za této situace očekáváme, že ropa Brent zakončí rok poblíž 65 USD/barel. Do konce roku 2026 by pak mohla pokračovat v postupném poklesu až na úroveň kolem 60 USD za barel, přičemž rizika jsou spíše na straně poklesu ceny.

Zemní plyn

Evropský trh se zemním plynem se po poměrně chladné zimě 2024–2025 potýkal s vysokými riziky. Vzhledem k tomu, že se zásoby oproti předchozím letům značně vyčerpaly, musela EU v létě dovážet daleko větší objemy, než bylo typické od začátku rusko-ukrajinského konfliktu. To vše přitom probíhalo na pozadí rostoucího geopolitického napětí na Blízkém východě, které hrozilo narušením globálních toků LNG a cenové tvorby. Toto napětí se našťastí podařilo z velké části udržet pod kontrolou.

Poptávka po LNG v Asii navíc zůstává již několik měsíců slabá, protože oslabil globální makroekonomický růst a Čína odebírala víc plynu z Ruska. Navzdory těmto problémům se ceny plynu TTF pohybovaly na nejnižší úrovni v tomto roce, v rozmezí 31–35 EUR/MWh. Evropské zásoby mezitím na konci srpna téměř dosáhly stanoveného cíle 80 %.

Vzhledem k těmto lepším vyhlídkám, pokud jde o nabídku a poptávku, jsme snížili naši cílovou průměrnou cenu TTF pro rok 2025 na 35–40 EUR/MWh z předchozích 40–45 EUR/MWh, což znamená průměrnou cenu kolem 33 EUR/MWh ve 4Q25. Vzhledem k vysokým objemům nového LNG, které se mají v blízké budoucnosti dostat na trh, jsme také snížili naši prognózu ceny pro rok 2026 na 30–35 EUR/MWh z předchozích 35–40 EUR/MWh.

Zlato

Zlato v tomto roce pokračuje v působivé jízdě. Cena zlata vzrostla od začátku roku už asi o 40 %. Tento nárůst byl podpořen slabým americkým dolarem, vysokou poptávkou po fyzickém zlatě ze strany centrálních bank a soukromých investorů a vyhlídkami na další snížení úrokových sazeb ze strany Fedu. Status zlata jako bezpečného přístavu navíc podporují geopolitická rizika vyplývající z obchodní politiky USA a pokračující útoky na nezávislost Fedu ze strany Trumpovy administrativy. Protože tyto příznivé podmínky budou pravděpodobně pokračovat i v druhé polovině letošního roku, nemění se ani náš pozitivní výhled na zlato. Po poslední rally však vidíme určitý potenciál pro krátkodobou korekci. V souladu s tím jsme zvýšili naši prognózu ceny zlata na 3600–3800 USD za unci na konci roku 2025.

Rekonstrukce Ukrajiny: investiční příležitosti

Autoři: Tullia Bucco, Stefan Kolek, Christian Stocker

V dubnu 2025 začal znovu nabírat na síle proces získávání investic pro Ukrajinu poté, co Spojené státy slíbily účast na rekonstrukci země podpisem smlouvy o spolupráci v oblasti těžby nerostných surovin mezi USA a Ukrajinou a rovněž přislíbily „koordinaci“ bezpečnostních záruk po případném uzavření míru. Právě nedostatečná podpora ze strany americké administrativy nakonec přiměla jednu z největších světových investičních společností, aby na začátku letošního roku pozastavila jednání s investory o ukrajinském investičním fondu na obnovu země.

Neúspěšné pokusy o příměří z poslední doby, natož aby se dalo hovořit o mírové dohodě mezi Ukrajinou a Ruskem, nesnižují hodnotu pokračujících rozhovorů a příprav zaměřených na obnovu země, i když nepřátelské akce přetrvávají. Rekonstrukce z minulosti ukazují, že jde o zdoluhavý a složitý proces, který i během války vyžaduje významnou spolupráci mezi zeměmi, které jsou adresáty investic, a zahraničními dárči, protože je potřeba upevnit potřebný rámec a identifikovat dostatečně silné projekty, které by mohly přilákat soukromé financování.

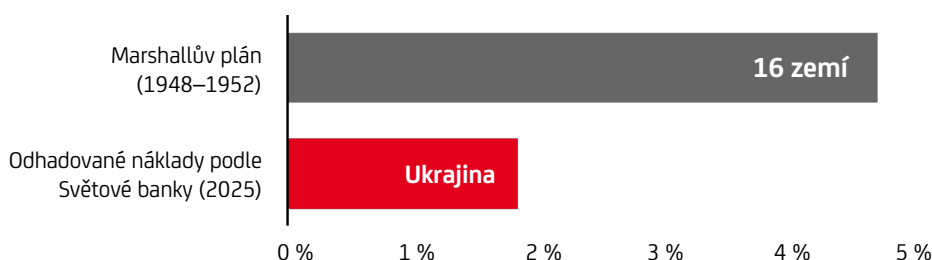
Kolik peněz bude potřeba?

Pokud jde o strategii poválečné obnovy Ukrajiny, často se diskutuje o konceptu „Marshallova plánu pro Ukrajinu“, který se inspiroval úspěšnou obnovou Evropy po druhé světové válce. Volání po novém Marshallově plánu však často odráží nejasnosti ohledně toho, čeho vlastně americký plán dosáhl a jak toho dosáhl. Ekonom Barry Eichengreen, který se podrobně zabývá poválečnou rekonstrukcí Ukrajiny, zdůrazňuje, že válečné škody na evropské dopravní infrastruktuře byly z velké části napraveny ještě dřív, než byl implementován plán USA. Výše finančních prostředků přislíbených Washingtonem – 2 % HDP přijímajících zemí s rozložením do čtyř let – navíc nebyla pro úspěch tak rozhodující jako jeho povzbuzení k uskutečnění hospodářských reforem v souladu s preferencemi dárce se zaměřením na podporu hospodářského růstu.

Ať už je srovnání s Marshallovým plánem jako prostředkem k získání podpory správné či nikoli, odráží to všeobecně rozšířený názor, že obnova Ukrajiny bude pravděpodobně vyžadovat značné finanční prostředky, přičemž je obtížné vyčíslit potřebnou částku.

GRAF 2.7: ROZSÁHLÁ POTŘEBA REKONSTRUKCE VYŽADUJE TAKÉ ZAPOJENÍ SOUKROMÉHO KAPITÁLU.

% HDP



Zdroj: Bureau of Economic Analysis, Světová banka, Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Výše podpory je přepočtena na HDP USA v roce 1948, resp. 2025.

Světová banka je jednou z mála mezinárodních institucí, která se pokusila vypracovat odhad s cílem určit a upřednostnit oblasti vyžadující prioritní financování. Ve svém posledním Rychlém hodnocení škod a potřeb (RDNA4, únor 2025) banka uvedla, že potřeby Ukrajiny na obnovu podle zásad „Za lepší budoucnost“ by mohly v příštích deseti letech dosáhnout 520 miliard USD (téměř trojnásobek HDP Ukrajiny v roce 2024).

Mezi oblasti vyžadující prioritní financování, které s největší pravděpodobností vytvoří příležitosti pro související odvětví v dárcovských zemích, patří:

- **Bydlení a stavebnictví** – je potřeba 84 miliard USD, jiné odhady hovoří až o 300 miliardách USD;
- **Doprava a infrastruktura** – je potřeba 78 miliard USD, číslo bude pravděpodobně zvýšeno;
- **Energetika a těžební průmysl** – je potřeba 68 miliard USD, jiné odhady hovoří až o 400 miliardách USD;
- **Obchod a průmysl** – je potřeba 64 miliard USD, částka bude pravděpodobně navýšena;
- **Zemědělství** – je potřeba 55 miliard USD, částka bude pravděpodobně navýšena.

Jakýkoli odhad finančních potřeb založený na válečných škodách však musíme považovat pouze za přibližný odhad celkových nákladů na obnovu. Zkušenosti s rekonstrukcí z minulosti naznačují, že se tyto náklady mohou značně lišit v závislosti na stabilitě mírové dohody, které bude nakonec dosaženo, a na perspektivách růstu, které může otevřít, přičemž v případě země připravující se na vstup do EU mohou být tyto náklady poměrně vysoké.

Když se zaměříme jen na válečné škody, hrozí, že ztratíme ze zřetele rozsah a míru potřebné rekonstrukce, která spíše než na zachování současných obchodních struktur závisí na obchodních strukturách, které by mohly usnadnit další integraci Ukrajiny do globálních hodnotových řetězců a posunout vývoz země směrem k finálním produktům (viz náš [Stručný pohled – Rekonstrukce Ukrajiny: zpět do budoucnosti](#), 10. července). V této souvislosti může soukromé financování jako doplněk veřejného financování (alespoň zpočátku) hrát zásadní roli při urychlování této integrace a zároveň poskytovat nové technologie a pomáhat utvářet obchodní vazby.

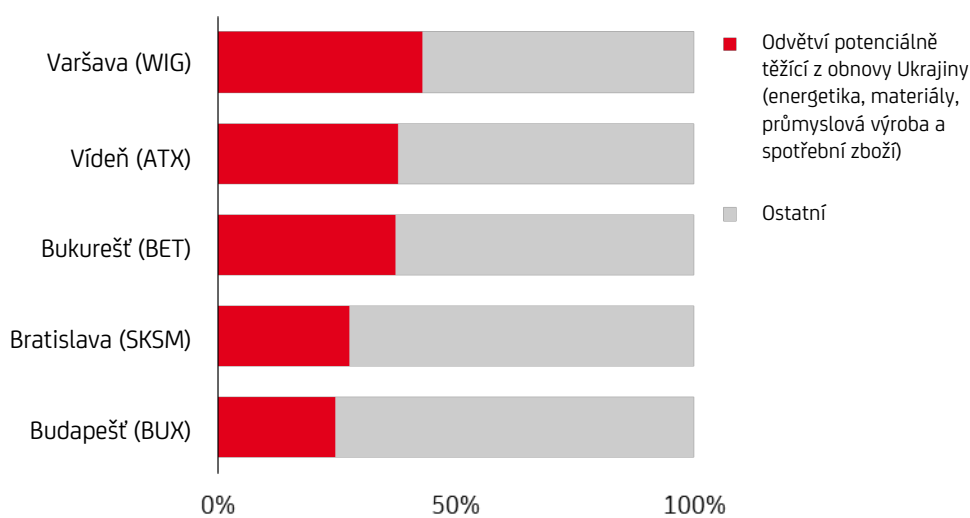
Vítáme proto nedávné prohlášení předsedkyně Evropské komise Ursuly von der Leyenové o vytvoření kapitálového fondu, Evropského stěžejního fondu pro obnovu Ukrajiny, jehož cílem je podpořit investice do energetiky, dopravy, kritických surovin a odvětví s dvojitým užitím v zemi. Tento nový fond bude koordinován Evropskou komisí a zapojí se do něj vlády Itálie, Francie, Německa a Polska. Cílem je získat do roku 2026 celkem 500 milionů eur, později pak jednu miliardu eur.

Akciové trhy ve střední a východní Evropě: Investiční příležitosti

Vzhledem k historickým obchodním vazbám a zeměpisné poloze budou akciové trhy v regionu střední a východní Evropy pravděpodobně profitovat z hospodářské obnovy Ukrajiny. Jak však ukazuje náš graf, většina burz je vychýlena směrem k několika velkým sektorům, jako jsou finance, veřejné služby a energetika. Mezi odvětví, která budou mít z obnovy Ukrajiny největší prospěch, patří energetika, materiály, výrobní průmysl a spotřebitelský sektor. Z hlediska tržní kapitalizace má nejvyšší podíl firem v těchto odvětvích Varšavská burza cenných papírů (43 % tržní kapitalizace), následovaná burzami ve Vídni (38 %) a Bukurešti (37 %). Na britském trhu budou profitovat nízkonákladové letecké společnosti, které se připravují na nárůst regionálního cestovního ruchu, a také firmy zaměřené na energetiku a suroviny, které se budou podílet na rekonstrukci. Na ostatních akciových trzích v eurozóně se mohou objevit příležitosti v oblasti obnovitelných zdrojů energie, stavebnictví a strojírenství.

GRAF 2.8: SEKTOROVÉ ROZLOŽENÍ AKCIOVÝCH TRHŮ VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

VARŠAVA, VÍDEŇ A BUDAPEŠŤ MAJÍ NEJVĚTŠÍ PODÍL FIREM Z ENERGETIKY, MATERIÁLŮ, VÝROBNÍHO PRŮMYSLU A SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU.



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit
Poznámka: Rozdělení odvětví na základě tržní kapitalizace

Americké společnosti a dohoda o nerostných surovinách mezi USA a Ukrajinou

Dohoda mezi USA a Ukrajinou o nerostných surovinách, podepsaná na začátku roku 2025, vytváří strategický rámec prostřednictvím americko-ukrajinského fondu pro obnovu, který považuje americkou vojenskou pomoc za investici a poskytuje americkým společnostem přednostní přístup k rozsáhlým ukrajinským přírodním zdrojům. Dohoda se zaměřuje na kriticky důležité nerostné suroviny, energii a související komodity a nabízí americkým firmám významné příležitosti k diverzifikaci dodavatelských řetězců, zajištění surovin a realizaci projektů s vysokým výnosem. Na základě dohody získají americké společnosti přednostní práva na průzkum, rozvoj a nákup surovin z bohatých ukrajinských zásob, včetně lithia, titanu, grafitu, vzácných zemin, manganu, železné rudy, rutilu a uranu, které jsou nezbytné k výrobě elektrických vozidel, baterií, solárních panelů, polovodičů, obranných systémů (např. válečných letadel a tanků) a obnovitelných zdrojů energie. Tím se sníží závislost USA na Číně, která kontroluje víc než 90 % celosvětového zpracování vzácných zemin a 60 % těžby, stabilizují se ceny a zajistí spolehlivé dodávky pro výrobce. Pokud jde o ukrajinskou ekonomiku, investice USA do těžby kovů a důlního průmyslu nabízejí potenciál pro nové rozsáhlé pracovní příležitosti pro pracovní sílu v zemi.

Ačkoli obnova nevyhnutelně závisí na vývoji konfliktu, nedávné oznámení o strukturovaných finančních nástrojích, které spojují veřejný a soukromý kapitál, signalizuje rychlé budování základů pro udržitelnou obnovu země. Pro investory to představuje strategickou příležitost, jak se zapojit do projektů s vysokým potenciálem v klíčových odvětvích, jako je energetika, infrastruktura, výroba a inovace, které by mohly dále těžit z aktivní podpory Evropské komise a jejích mezinárodních partnerů.



Předpovědní tabulky

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A SALD STÁTNÍCH ROZPOČTŮ

	Reálný HDP (% R/R)			Spotřebitelské ceny (% R/R)			Saldo státního rozpočtu (% HDP)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globální	3,3	3,0	3,0						
USA	2,8	1,8	1,9	2,9	2,8	3,0	-7,3	-6,7	-7,7
Eurozóna:	0,9	1,2	0,9	2,4	2,1	1,8	-3,1	-3,7	-3,5
Německo	-0,5*	0,1*	1,3*	2,2	2,1	1,7	-2,8	-3,0	-3,3
Francie	1,1	0,6	1,0	2,0	1,1	1,4	-5,8	-5,6	-5,3
Itálie	0,5	0,5	0,8	1,0	1,7	1,6	-3,4	-3,4	-3,0
Španělsko	3,2	2,6	1,9	2,9	2,1	1,9	-3,2	-2,8	-2,5
Spojené království	1,1	1,3	1,1	2,5	3,4	2,2	-5,7	-4,5	-3,8
Čína	5,0	4,8	4,1	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Japonsko	0,2	0,9	0,7	2,7	2,8	1,9	-3,5	-3,4	-3,0
Indie	6,5	6,4	6,4	4,7	4,2	4,1	-7,4	-6,9	-7,2

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

* Údaje neupravené podle pracovních dnů. Upraveno podle pracovních dnů: -0,5 % (2024), 0,2 % (2025) a 1,0 % (2026)

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Aktuální	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4,50	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75
ECB	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
UK	4,00	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
BoJ	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Švédsko	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norsko	4,25	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	16. 9. 2025	4Q25	1Q26	2Q26
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,03	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,02	2,05	2,10	2,10
10Y Bund	2,69	2,75	2,80	2,85
2Y EUR swap	2,14	2,20	2,25	2,25
10Y EUR swap	2,64	2,75	2,85	2,90
10Y Bund– swap spread	–4	0	5	5
2Y BTP	2,23	2,25	2,30	2,30
10Y BTP	3,47	3,65	3,70	3,75
10Y BTP– Bund spread	78	90	90	90
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	4,50	4,00	4,00	3,75
3M OIS SOFR	4,03	3,85	3,81	3,60
2Y UST	3,53	3,75	3,70	3,70
10Y UST	4,03	4,40	4,40	4,40
10Y UST– Bund spread	134	165	160	155

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	16. 9. 2025	4Q25	1Q26	2Q26
EUR– USD	1,18	1,20	1,20	1,21
USD– JPY	147	144	143	142
EUR– JPY	173	173	172	172
GBP– USD	1,36	1,33	1,32	1,32
EUR– GBP	0,87	0,90	0,91	0,92
USD– CNY	7,12	7,13	7,12	7,10
EUR– CNY	8,40	8,56	8,54	8,59

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	16. 9. 2025	Konec r. 2025	Polovina r. 2026
Ropa			
Brent USD/barel	68	65	62,5
Akcie			
Euro STOXX 50	5 429	5600	5750
STOXX Europe 600	555	565	590
DAX	23 620	25000	26000
MSCI Italy	112	111	115
S&P 500	6 622	6600	7100
Nasdaq 100	24 324	24000	25000
Úvěr			
iBoxx Non– Financials Senior	78	95	90
iBoxx Banks Senior	71	95	87
iBoxx High Yield NFI	265	310	300

Zdroj: Bloomberg, S&P Global, Investiční institut společnosti UniCredit

Podrobné tabulky prognóz naleznete na následujících odkazech:

[Ekonomika >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Riziková aktiva >](#)



Vývoj vybraných indexů finančních trhů

Od	16. 9. 20	16. 9. 21	16. 9. 22	16. 9. 23	16. 9. 24	16. 9. 20	1. 1. 25
Do	16. 9. 21	16. 9. 22	16. 9. 23	16. 9. 24	16. 9. 25	16. 9. 25	16. 9. 25

AKCIOVÉ INDEXY (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI World (v USD)	32,4	-16,0	16,8	25,4	19,4	95,6	16,7
MSCI Emerging Markets (v USD)	17,0	-23,6	6,0	13,5	26,9	39,1	27,6
MSCI US (v USD)	35,1	-14,0	15,7	28,4	19,5	107,0	13,6
MSCI Europe (v EUR)	27,8	-7,9	15,3	14,8	10,2	75,4	11,4
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	18,8	-23,8	10,9	15,0	24,1	46,1	24,8
STOXX Europe 600 (v EUR)	28,1	-9,6	15,1	15,2	10,5	73,4	11,6
DAX 40 (Německo, v EUR)	18,1	-18,6	22,7	17,2	25,2	76,5	17,2
MSCI Italy (v EUR)	30,1	-8,9	35,9	24,8	32,5	169,1	29,6
ATX (Rakousko, v EUR)	67,0	-15,9	12,7	19,1	33,3	157,4	30,8
SMI (Švýcarsko, v CHF)	17,3	-9,3	7,5	10,7	3,3	33,0	6,8
S&P 500 (USA, v USD)	34,1	-12,1	16,0	28,4	18,8	109,3	13,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	31,3	-7,3	23,0	11,1	25,1	110,8	13,8
CSI 300 (Čína, v jüanech)	5,0	-16,5	-5,5	-12,3	47,1	8,8	17,6

INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-3,3	-15,6	-3,6	10,0	1,2	-12,6	7,5
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-1,2	-16,5	-5,0	7,4	-1,9	-17,4	-0,6
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-0,5	-15,7	-4,0	8,1	0,2	-12,3	0,4
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	1,9	-14,0	1,2	8,5	4,0	0,5	2,7

VÝNOSY DLUHOPISŮ (ZMĚNA V BAZICKÝCH BODECH = 0,01 PROCENTNÍHO BODU)

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	64	212	87	-71	40	334	-56
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	17	207	90	-59	60	313	29
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	11	223	98	-64	40	304	25
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	-18	331	65	-96	-8	266	-2

SMĚNNÉ KURZY EURA (ZMĚNA V %)

Americký dolar (EUR-USD)	-0,9	-15,4	6,7	4,4	6,1	-0,7	13,6
Britská libra (EUR-GBP)	-7,0	2,8	-1,2	-1,9	2,7	-6,0	4,4
Švýcarský frank (EUR-SFR)	1,2	-12,0	-0,2	-1,7	-0,6	-13,3	-0,8
Japonský jen (EUR-JPY)	3,2	10,8	9,8	-1,2	11,5	38,4	6,4

KOMODITY (ZMĚNA V %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	-11,8	-5,2	15,2	33,3	41,3	81,3	39,0
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	41,9	-13,5	-1,2	9,3	6,1	40,9	9,7
Zlato (v USD za ryzí unci)	-10,7	-4,7	15,7	33,9	42,7	88,6	40,3
Ropa (Brent, v USD za barel)	79,2	20,6	3,3	-22,8	-5,7	68,7	-8,3

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 16. září 2025)

Poznámka: Minulé hodnoty a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucích výsledků. Indexy nelze zakoupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výsledky. Výnosy z investic v cizí měně mohou také růst nebo klesat v důsledku kolísání měny. Takzvané syntetické dluhopisy se vypočítávají tak, aby odrážely výkonnost státních dluhopisů s pevnou splatností. V každém případě se jako referenční hodnota pro možnost výnosu (výnosovou příležitost) syntetického dluhopisu použije „nejvhodnější“ reálný federální dluhopis v příslušném období. Vývoj očekávaného výnosu do doby splatnosti je uveden za následujících podmínek: obsluha úrokových plateb, odkup v souladu s podmínkami a držba do splatnosti. V tomto ohledu jde o výnosovou příležitost. Výnosové příležitosti odrážejí to, jak investoři odlišně hodnotí rizika spojená s příslušnými produkty nebo zeměmi (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují náklady. V případě měn a komodit nejsou zahrnuty vzniklé náklady na pořízení a/nebo úschovu.



**UniCredit S.p.A.**

Investiční institut společnosti
UniCredit

**Adresa**

Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Milano

**E-mail**

the-investment-institute@unicredit.eu

On-line

www.the-investment-institute.unicredit.eu

VEDENÍ INSTITUTU

Manuela D'Onofrio, předsedkyně

Fabio Petti, spolupředseda

Edoardo Campanella,
ředitel a šéfredaktor

AUTOŘI NÁPADŮ

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia
CIO, Itálie

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis
CIO, Německo

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz
CIO, Rakousko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli
vedoucí oddělení
makroekonomických analýz

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

VEDOUcí REDAKTOR

Chiara Silvestre

Stefan Kolek

VÝROBA

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

Právní upozornění

Slovník pojmů

Pojmy použité v této zprávě jsou k dispozici na našich webových stránkách: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Marketingové sdělení

Tato publikace/video je marketingovým sdělením společností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank GmbH (dále souhrnně jen „skupina UniCredit“), které je určeno široké veřejnosti a poskytováno zdarma pouze pro informační účely. Předmětné sdělení nepředstavuje investiční doporučení ani poradenství ze strany skupiny UniCredit a rozhodně nejde o žádnou nabídku určenou veřejnosti ani o výzvu k nákupu nebo prodeji cenných papírů. Informace obsažené v tomto dokumentu nejsou investičním výzkumem ani finanční analýzou, protože kromě toho, že obsahují pouze vybrané skutečnosti, nejsou zpracovány v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k prosazování nezávislosti investičního výzkumu, a nevztahuje se na ně zákaz obchodování před šířením investičního výzkumu.

UniCredit Group, včetně všech společností této skupiny, může mít zvláštní zájem ve vztahu k emitentům, finančním nástrojům nebo transakcím uvedeným v tomto dokumentu. Příslušné informace o zájmech a pozicích skupiny UniCredit jsou dostupné na této webové stránce: <https://www.investmentinsights.unicredit.eu/conflictsofinterestpositiondisclosures>. Veškeré odhady nebo hodnocení obsažené v této publikaci představují nezávislý názor skupiny UniCredit a stejně jako veškeré informace v ní obsažené jsou uváděny v dobré víře na základě údajů dostupných k datu zveřejnění, převzatých ze spolehlivých zdrojů, avšak mají čistě orientační charakter a mohou se kdykoli po zveřejnění změnit, přičemž skupina UniCredit za jejich úplnost, správnost a pravdivost neručí a nenesе za ně žádnou odpovědnost. Zájemci proto musejí provést vlastní investiční posouzení zcela samostatně a nezávisle, přičemž musejí vycházet výhradně z vlastních úvah o podmínkách na trhu a z celkově dostupných informací, a to v souladu se svým rizikovým profilem a ekonomickou situací. Investice jsou spojeny s rizikem. Před jakoukoli transakcí s finančními nástroji si prosím prostudujte příslušné nabídkové dokumenty. Je třeba také poznamenat následující:

1. Informace týkající se výsledků finančního nástroje, indexu nebo investiční služby dosažených v minulosti nevypovídají o budoucích výsledcích.
2. U investičních nástrojů denominovaných v jiné měně, než je měna investora, může hodnota investice silně kolísat v závislosti na změnách směnných kurzů a mít nežádoucí vliv na výnosnost investice.
3. Cena investic, které nabízejí vysoké výnosy, může po snížení ratingu výrazně kolísat. V případě úpadku emitenta může investor přijít o veškerý investovaný kapitál.
4. Investice s vysokou volatilitou mohou podléhat náhlým a výrazným poklesům hodnoty a v okamžiku prodeje mohou generovat značné ztráty až do výše celého investovaného kapitálu.
5. V případě mimořádných událostí může být pro investora obtížné prodat nebo zpeněžit určité investice nebo získat spolehlivé informace o jejich hodnotě.
6. Pokud informace odkazují na konkrétní daňový režim, je třeba upozornit, že daňový režim závisí na individuální situaci zákazníka a může se v budoucnu změnit.
7. Pokud se informace týkají budoucích výsledků, je třeba upozornit, že nepředstavují spolehlivý ukazatel těchto výsledků.
8. Diverzifikace nezaručuje zisk ani nechrání před ztrátami.

Skupina UniCredit v žádném případě nenesе odpovědnost za skutečnosti ani škody, které mohou komukoli nastat nebo vzniknout v důsledku použití tohoto dokumentu, včetně škod způsobených ztrátami, ušlým ziskem nebo nerealizovanými úsporami. Obsah publikace, včetně údajů, zpráv, informací, obrázků, grafiky, kreseb, značek a názvů domén, je vlastnictvím UniCredit Group, pokud není uvedeno jinak, a vztahuje se na něj autorské právo a právo průmyslového vlastnictví. Neposkytuje se žádná licence ani právo na užívání, a proto není dovoleno reprodukovat celý tento obsah nebo jeho část na jakémkoli nosiči, kopírovat jej, zveřejňovat a používat ke komerčním účelům bez předchozího písemného souhlasu UniCredit Group, s výjimkou použití pro osobní účely.

E 25/1

Informace a údaje uvedené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 16. září 2025.