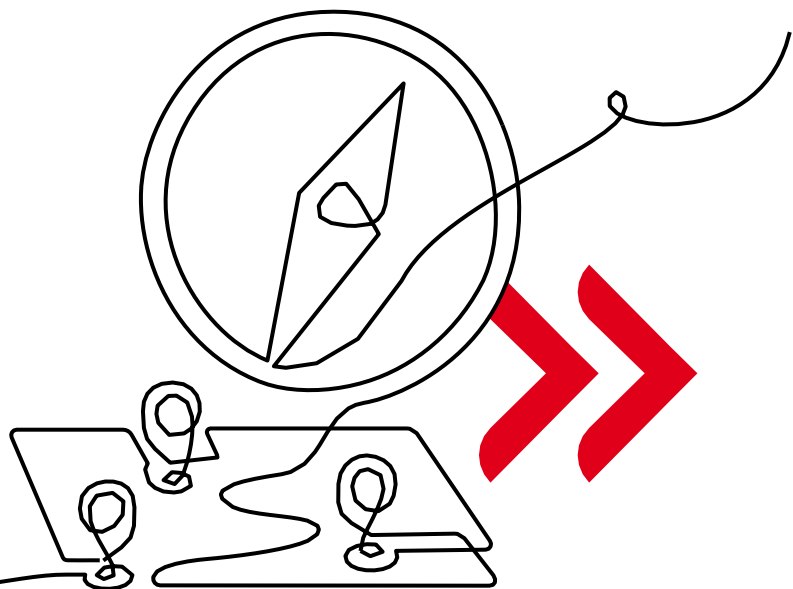


Kontrolní bod

28. ledna 2026



Donroeova doktrína

Jestliže rok 2025 byl rokem, kdy americký prezident Donald Trump změnil pravidla globálního obchodu v souladu s neomerkantilistickými představami, rok 2026 se zřejmě stane rokem, kdy Donald Trump redefinuje samotný pojem státní suverenity. V praxi jsou tyto dva posuny úzce propojeny a jsou vyjádřením jediné ucelené strategie, v níž obchodní nátlak, politické zastrasování a ovládání určitých území fungují jako vzájemně se posilující pilíře primátu Spojených států amerických.

Vojenská operace USA ve Venezuele, stejně jako územní nároky na Grónsko, byly svým stylem nepředvídatelné (únos cizího prezidenta a skryté hrozby útokem na spojence v NATO), ale nečekané. Národní bezpečnostní strategie pro rok 2025, zveřejněná loni v prosinci, představila „Trumpův dodatek“ k Monroeově doktríně, který sám Trump nyní nazývá „Donroeova doktrína“. Strategie upřednostňuje přesun ekonomických a vojenských zdrojů s cílem zajistit dominanci USA na západní polokouli v širokém slova smyslu.

Cílem této doktríny je omezit angažovanost Číny a Ruska v této části světa bohaté na přírodní zdroje a zároveň posílit americkou převahu prostřednictvím vojenského tlaku, ekonomického nátlaku a selektivních spojení. Národní bezpečnostní strategie se velmi jasně vyjadřuje k hospodářskému významu regionu pro Bílý dům: „Chceme, aby na naší polokouli nedocházelo k nepřátelskému vnikání cizích vojsk nebo k ovládnutí klíčových aktiv a aby byly podporovány kritické dodavatelské řetězce.“ Cílem je zajistit americkým podnikům exkluzivní dodávky klíčových surovin, aby tyto firmy dokázaly obstát v zahraniční konkurenci – proto je tak důležitá neomerkantilistická politika.

V širším smyslu přispívá nová Monroeova doktrína k roztržštění mezinárodního systému na soupeřící bloky. Obnovené zaměření Spojených států na západní polokouli pravděpodobně odvede pozornost Číny od Jižní Ameriky k jejímu vlastnímu strategickému dvorku, indo-pacifickému regionu. Vzhledem k silnému hospodářskému a strategickému zájmu USA o tchajwanský polovodičový průmysl to však neznamená, že Tchaj-wan čelí bezprostřední hrozbě. Současné soupeření mezi USA a Čínou v mnoha oblastech natolik vyostřuje, že je nepravděpodobné, že by Washington dal Peking v indo-pacifickém regionu volnou ruku.

Jaké jsou důsledky těchto změn pro trh? Bude pokračovat proces dedolarizace. Trh bude upřednostňovat americké společnosti, které působí v odvětvích, jež jsou prioritou neomerkantilistické agendy Bílého domu. Výnosová křivka může být pro USA strmější. S rostoucí geopolitickou nejistotou bude ze svého statusu bezpečného přístavu těžit zlato.

POHLEDY INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ

2

Alokace aktiv

NOVÁ MONROEOVA DOKTRÍNA

3

Rozhovor s...

Alexandra de Hoop Scheffer

Téma 1: Zabezpečení amerických nerostných surovin

Téma 2: Jak Donroeova doktrína ovlivní finanční trhy?

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

8

VÝVOJ NA TRHU

9

Šum a signál

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

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY

16

Manuela D'Onofrio
předsedkyně
investičního institutu

Fabio Petti
jeden z předsedů
investičního institutu

Edoardo Campanella
ředitel a šéfredaktor
investičního institutu



Pohledy investičních ředitelů

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

Od zveřejnění naší zprávy *Kompas 2026* na začátku prosince, v níž jsme kladli zvláštní důraz na aktiva rozvíjejících se trhů (EM), dosáhl **index MSCI EM** působivého výnosu téměř 10 % (v USD). Pro srovnání, evropské a tichomořské akciové trhy si připsaly přibližně 7 a 6 %, zatímco severoamerické trhy zaostaly s relativně nízkým výnosem pod 2 %. Přibližně dvou třetin výsledku rozvíjejících se trhů bylo dosaženo v tomto roce. Relativně slabá výkonnost amerických aktiv se neomezuje pouze na akcie. Podle dluhopisových indexů agentury Bloomberg zaznamenaly americké státní dluhopisy od začátku prosince celkovou ztrátu 11 bb, zatímco státní dluhopisy eurozóny (EGB) vykázaly kladný celkový výnos 9 bb. Za stejné období euro posílilo o 1,15 %. Jednoznačným vítězem se však stalo zlato, jehož cena vzrostla o více než 17 % (v USD) a překonala hranici 5000 dolarů za unci.

Tento výsledek ovlivnila řada **geopolitických událostí**, včetně zjetí venezuelského prezidenta Nicoláse Madura, nečekané hrozby amerického prezidenta Donalda Trumpa ohledně anexe Grónska a pozoruhodného Světového ekonomického fóra v Davosu. Obzvláště velký vliv měl z hlediska investic i alokace aktiv projev kanadského premiéra Marka Carneyho. Kritizoval to, co označil za „extrémní globální integraci“, jako zdroj ekonomické zranitelnosti a jako hnací sílu politické „podřízenosti“ středních mocností velmocím.

Zatímco výzvy ke snížení rizik spojených s Čínou se v Evropě ozývají již dlouho, použití stejné logiky na Spojené státy by představovalo radikální koncepční změnu s dalekosáhlými tržními a ekonomickými důsledky. Přestože přesné důsledky takového posunu zůstávají nejisté a budou patrně zahrnovat jak příležitosti pro evropská a americká aktiva, tak rizika (například v závislosti na konkrétních obchodních modelech podniků), jeden závěr se zdá být jasný: V prostředí potenciálně hlubokých strukturálních změn v transatlantických vztazích sílí důvody pro širší globální diverzifikaci. To znamená větší zaměření na aktiva mimo Evropu a USA, což podporuje naše klíčové investiční poselství pro rok 2026: **Nadvážení aktiv rozvíjejících se trhů zůstává.**

ALOKACE AKTIV

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TRÍDY AKTIV

	PODVÁŽENÍ	NEUTRÁLNÍ	NADVÁŽENÍ
Globální akcie		●	
Akcie USA		●	
Evropské akcie		●	
Akcie asijsko-pacifického regionu (rozvinuté trhy ¹⁾)		●	
Akcie rozvíjejících se trhů			●
Globální dluhopisy		●	
STÁTNÍ dluhopisy (EMU)	●		
Státní dluhopisy (ZEMĚ MIMO EMU)	●		
Podnikové dluhopisy (denominované v eurech, s investičním stupněm)		●	
Podnikové dluhopisy (s vysokým výnosem)	●		
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (tvrdá měna)			●
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (lokální měna)			●
Peněžní trhy		●	
Alternativy		●	
Bitcoin		●	
Komodity		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

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





Nová Monroeova doktrína

Autor: Edoardo Campanella

ředitel a šéfredaktor Investičního institutu



Rozhovor s... Alexandrou de Hoop Scheffer,

prezidentkou think tanku German Marshall Fund of the United States



Rozhovor z 15. ledna 2026 v rámci série webinářů „40 minut s...“. Níže je uveden stručný a upravený přepis rozhovoru. Celý rozhovor naleznete [zde](#).

Edoardo Campanella: Rozdělují si Spojené státy svět s Čínou a Ruskem?

Alexandra de Hoop Scheffer: Ve strategii Trumpovy administrativy vidíme změnu priorit a uspíšení nových amerických priorit. To bylo jasně vyjádřeno v nejnovější národní bezpečnostní strategii, která vyjadřuje názor administrativy na spojenectví a roli evropských partnerů v globálních prioritách USA. Výrazným příkladem byl případ Venezuely: šlo o první uplatnění této strategické vize, která řadí priority takto: na prvním místě je západní polokoule, pak indo-pacifický region (kde hraje významnou roli Čína) a teprve na třetím místě je Evropa.

Edoardo Campanella: Promluvmě si o Monroeově doktríně. Čína má v Jižní Americe významné hospodářské zájmy. Hrozí v tomto regionu střet velmocí?

Alexandra de Hoop Scheffer: Latinská Amerika se podobně jako Afrika stává šachovnicí velmocenského soupeření. Nejde už jen o ekonomiku nebo čínské investice do kritické infrastruktury, ale o zásadní geopolitický problém. Jedním z hlavních důvodů, proč se Trump rozhodl zahájit rok 2026 vojenským zásahem ve Venezuele, byla snaha omezit rostoucí vliv Číny v regionu a podobné napětí je patrné i v Africe. USA nyní zaujímají pevný postoj a tvrdí, že západní polokoule je jejich sférou vlivu a že se budou bránit zásahům ze strany Číny, Ruska nebo jiných aktérů. Upřímně řečeno, je to nesplnitelná mise. Soupeření velmocí, zejména Spojených států a Číny, však bude stále víc určovat regionální dynamiku na celém světě.

Edoardo Campanella: Potřebuje Evropa vlastní Monroeovu doktrínu? Jaké jsou klíčové prvky životaschopné dlouhodobé strategie?

Alexandra de Hoop Scheffer: Evropa potřebuje mít strategicky jasno v tom, co bude bránit a kde bude jednat. To vyžaduje, aby Evropané společně vyhodnotili své strategické prostředí – od hrozeb na východním křídle až po nestabilitu na jihu – a dohodli se na svých hlavních strategických prioritách. Tento konsenzus stále neexistuje. Výchozím bodem musí být jasné posouzení dlouhodobých zájmů Evropy: Tím je v první řadě její vlastní bezpečnost, přičemž ústřední roli hraje Ukrajina, dále ekonomická odolnost a růst, a nakonec politický vliv v jejím blízkém sousedství. Právě to USA od Evropy očekávají: aby jejich evropské spojenci převzali větší odpovědnost za vlastní bezpečnostní zájmy.

Edoardo Campanella: Je francouzsko-německý motor stále tím, co Evropa k dosažení pokroku potřebuje?

Alexandra de Hoop Scheffer: Francouzsko-německý tandem již k řešení klíčových evropských výzev nestačí. Aby se Evropa vyhnula strategické bezvýznamnosti, potřebuje širší koalici (v případě potřeby i se Spojeným královstvím), které by jí pomohly překonat pomalé tempo tradičního rozhodování v EU.



Zabezpečení amerických nerostných surovin

Autoři: Stefan Kolek, Tobias Keller

Vpád americké armády do Venezuely a oznámení plánů na koupi Grónska představují odvážný debut nové Monroeovy doktríny, jak je popsána v nové **Národní bezpečnostní strategii USA** oznámené v listopadu loňského roku. Podobně jako původní Monroeova doktrína vydaná bývalým **americkým prezidentem Jamesem Monroem v roce 1823**, jejímž cílem bylo zabránit vtažení Spojených států do evropských válek a evropským státům zabránit v získávání území nebo vytváření aliancí se státy na západní polokouli¹⁾, se její nová verze zaměřuje na obnovení „rozhodujícího vlivu Spojených států na západní polokouli“. Točí se kolem tří pilířů:

1. **Soběstačnost:** S odkazem na slova Alexandra Hamiltona, jednoho z otců zakladatelů Spojených států, že USA nesmějí být nikdy závislé na žádné vnější mocnosti, pokud jde o základní aspekty, si tato strategie klade za cíl zajistit a rozšířit „přístup ke kritickým nerostným surovinám a materiálům a zároveň čelit predátorským hospodářským praktikám“ a obnovit dominantní postavení USA v oblasti energetiky.
2. **Technologická dominance:** Donroeova doktrína se zaměřuje na „obnovení americké moci a priorit v souladu s americkými bezpečnostními zájmy“ s ohledem na ekonomickou a technologickou dynamiku a potřeby národní bezpečnosti USA. Tato doktrína bude mít dlouhodobé důsledky pro ekonomickou rovnováhu sil ve světě, protože USA posílí svůj vliv, pokud jde o řadu klíčových zdrojů, a sníží rizika v dodavatelském řetězci.
3. **Námořní hegemonie:** Strategie odráží postavení USA jako námořní velmoci a zahrnuje také globalistické prvky, jako je „udržení volného a otevřeného Indo-Pacifiku, zachování svobody plavby na všech klíčových námořních trasách a udržení bezpečných a spolehlivých dodavatelských řetězců“.

Na západní polokouli se nacházejí významné koncentrace **kritických nerostných surovin**, téměř veškeré světové zásoby niobu a víc než polovina světových zásob draslíku, lithia a mědi (viz graf 1.1). Velké množství nerostných surovin, jako je uhlí, měď, zlato, grafit, ilmenit, železná ruda a mnoho dalších, se také nachází **v Grónsku**, i když vzhledem k vysokým ekologickým standardům je geologický průzkum na největším ostrově světa teprve v počáteční fázi.

GRAF 1.1: KLÍČOVÉ NEROSTNÉ ZDROJE NA ZÁPADNÍ POLOKOULI (V %)

NA ZÁPADNÍ POLOKOULI SE NACHÁZejí NEJROZSÁHLEJŠÍ ZÁSoby ŘADY NEROSTNÝCH SUROVIN



Zdroj: US Geological Survey (USGS), Investiční institut společnosti UniCredit

¹⁾ Západní polokoule je zde definována jako polovina Země západně od nultého poledníku (0° zeměpisné délky) a východně od 180. poledníku, tj. včetně Severní, Střední a Jižní Ameriky a Karibiku. Podle alternativních definic leží východní hranice západní polokoule na 20° zeměpisné délky (nikoli na 0°), což zahrnuje západní Evropu a západní Afriku.

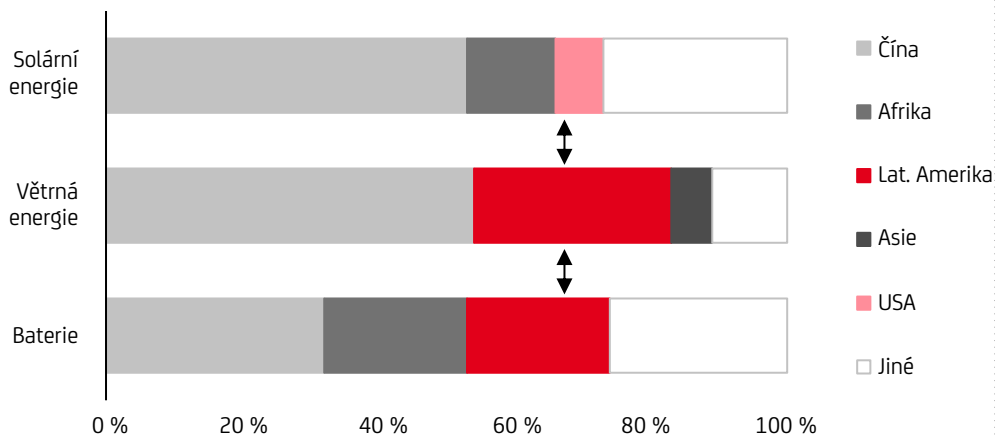


Podobně se na západní polokouli nachází zhruba polovina produkce nerostných surovin, které vláda USA považuje za klíčové pro své hospodářství. Z nové Monroeovy doktríny tedy vyplývá, že USA výrazně sníží rizika spojená s dodávkami, zejména u klíčových technologií 21. století. To lze ilustrovat na příkladu materiálů, které jsou klíčové pro výrobu čisté energie: Z grafu 1.2 vyplývá, že pokud by USA získaly pevnější kontrolu nad západní polokoulí, pak by se jejich pozice v oblasti nerostných surovin klíčových pro čistou energii přiblížila pozici Číny.

Západní polokoule má navíc strategicky významný podíl na **světové uhlovodíkové základně**. Jen ve Venezuele se odhadují prokázané zásoby ropy na 303 miliard barelů, což je největší zásoba v jakékoli zemi na světě, a v USA se nachází dalších 45 miliard a v Brazílii zase 16 miliard barelů. Dohromady se v tomto regionu nachází zhruba čtvrtina celosvětových prokázaných zásob ropy určených na bázi předpisů OECD, což nezahrnuje kanadské nekonvenční zdroje, tj. ropné písky (které představují dalších 159 miliard barelů). Po započtení těchto zásob pocházejících z nekonvenčních zdrojů se podíl západní polokoule zvýší na víc než třetinu světových zásob ropy. Pozice regionu v oblasti zemního plynu je skromnější (pouze asi 13 % světových zásob), ale přesto má strategický význam. Tento region se také zhruba jednou třetinou podílí na celosvětové produkci ropy, a to díky USA jako největšímu světovému producentovi a díky rychlému rozvoji těžby v Brazílii. Přestože produkce Venezuely zůstává kvůli rozpadu infrastruktury a sankcím nízká, její rozsáhlé zásoby poskytují dlouhodobou strategickou možnost. Údaje o celosvětových dodávkách ukazují, že růst těžby v USA, kanadská produkce a zásoby nacházející se hluboko v brazilských pánvích pod vrstvou soli tvoří společně jeden z nejdynamičtějších energetických koridorů na světě. Stejně významné postavení má západní hemisféra v oblasti zemního plynu, neboť se na celosvětové produkci podílí zhruba 35 %, přičemž samotné Spojené státy zajišťují přibližně čtvrtinu celosvětové produkce.

Tato doktrína by však mohla být **zdrojem rizik**. Na jedné straně upírá „konkurentům, jejichž stát se nenachází na téže hemisféře, možnost rozmístit vojenské síly nebo jiné ohrožující kapacity, nebo vlastnit nebo kontrolovat strategicky důležitá aktiva“ a zároveň připouští, že „rigidní dodržování politiky nezasahování není možné“. To může otevřít nová potenciální ohniska konfliktu s dalšími mocnostmi, zejména s Čínou, která v řadě latinskoamerických zemí investuje značné prostředky (podle Rhodium Group dosáhly čínské přímé zahraniční investice ve 3. čtvrtletí 2025 výše 180 miliard USD). Na druhou stranu je Latinská Amerika politicky rozdělena, což může vyvolat riziko třenic na této polokouli. Zatímco Argentina a Mexiko se přiklání k Washingtonu (v prvním případě kvůli ideologické náklonnosti prezidenta Mileiho k americkému liberalismu volného trhu, ve druhém kvůli obchodní integraci v rámci dohody USA–Mexiko–Kanada), Brazílie se pod vedením prezidenta Luly da Silvy snaží o vyvážení vztahů s oběma mocnostmi a prosazuje „multipolární surovinovou diplomacii“. Zdá se, že menší státy, jako jsou Peru, Ekvádor a Dominikánská republika, si také v soupeření mezi USA a Čínou nechtějí vybrat jednu stranu a mají tendenci kalibrovat své postoje podle jednotlivých otázek a vynucovat si ústupky od obou stran.

GRAF 1.2: ROZDĚLENÍ SUROVIN PRO ČISTOU ENERGIÍ PODLE PŮVODU
ZÁPADNÍ POLOKOULE ZAUJÍMÁ VÝZNAMNÝ PODÍL



Zdroj: Nakano, Jane, *The Geopolitics of Critical Minerals Supply Chains*, Center for Strategic & International Studies, březen 2021; Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Nerostné suroviny používané pro baterie: Co, Li, C, Nb, Mn, Si, Cu, Ti, Al, P, F, Sn, Fe, železná ruda; pro větrnou energii: Al, B, Cr, Cu, Dy, Pb, Mn, Mo, Nd, Ni, Nb, Pr, železná ruda; pro solární energii: Al, B, Cd, Cu, Ga, Ge, In, Fe, Pb, Mo, Ni, Se, Si, Ag, Te, Sn, Zn.



Jak Donroeova doktrína ovlivní finanční trhy?

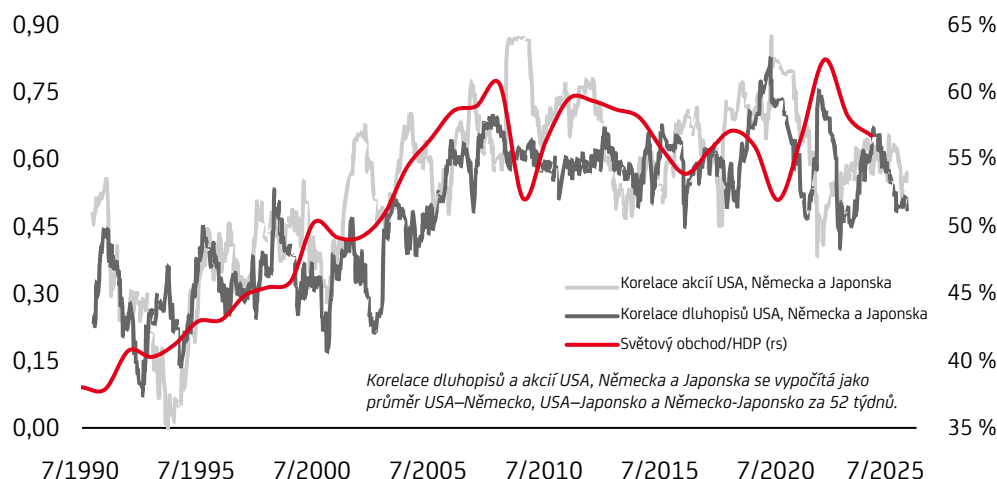
Autor: Francesco Maria Di Bella

Asertivní přístup Trumpovy administrativy ke Grónsku a Venezuele zatím vyvolal spíš tlumenou reakci trhu, pravděpodobně kvůli jejich relativní ekonomické váze. Dopad na trh by však mohl být intenzivnější, pokud by se USA zaměřily na země, které jsou na rozdíl od Grónska a Venezuely systémově důležité. Rozdělení světa na sféry vlivu by navíc mohlo přimět ostatní země k přijetí odvetných opatření (jak ukázala hrozba Evropy, že na obranu Grónska bude aktivován unijní mechanismus proti nátlaku), což by negativně ovlivnilo nejen obchod se zbožím, ale i oběh kapitálu. Zaměříme-li se především na USA, jde o tyto klíčové kanály:

Alokace kapitálu: Globální alokace zdrojů se možná stane méně efektivní. Investoři budou nejspíš méně ochotní investovat v USA – riziko představuje například možné zavedení srážkové daně na aktiva zahraničních investorů v USA. V této situaci investoři patrně začnou upřednostňovat domácí aktiva, což by se projevilo v **menší než stávající korelaci globálních finančních aktiv** (graf 1.3). To by vedlo k vyšším nákladům na financování podniků, zejména nadnárodních, jejichž investice v zahraničí by mohly být ohroženy v důsledku soupeření mezi velmocemi. V této souvislosti má Peking obavy o své investice v Latinské Americe.

GRAF 1.3: ROSTOUCÍ SVĚTOVÝ OBCHOD VEDL K VĚTŠÍ KORELACI AKTIV

KORELACE DLUHOPISŮ, AKCIÍ (LS) SVĚTOVÝ OBCHOD/HDP (RS)



Zdroj: Bloomberg, Světová banka, Investiční institut společnosti UniCredit

- **Fiskální politika:** Přestože USA již několik let vykazují obrovský rozpočtový deficit, Trumpova administrativa se může rozhodnout udržovat vysoký rozpočtový deficit, aby podpořila domácí firmy buď udržováním nízkých daní z příjmu právnických osob, nebo přímými investicemi do soukromých podniků, jak to udělala v loňském roce v případě společností zabývajících se výrobou čipů, jako je Intel, a těžbou a zpracováním vzácných zemin, například USA Rare Earths. Tyto politiky považuje Trumpova administrativa za klíčové pro dosažení renesance výroby v USA.
- **Měnová politika:** Pokud jde o měnovou politiku, holubičí Fed je potřebný k udržení nízkých podmínek financování pro americké ministerstvo financí (fiskální dominance) a domácí podniky a k udržení konkurenceschopnosti amerického dolaru. Bílý dům se v posledních měsících velmi hlasitě vyjadřoval k rozhodnutím Fedu, což vyvolávalo obavy investorů ohledně nezávislosti této centrální banky.

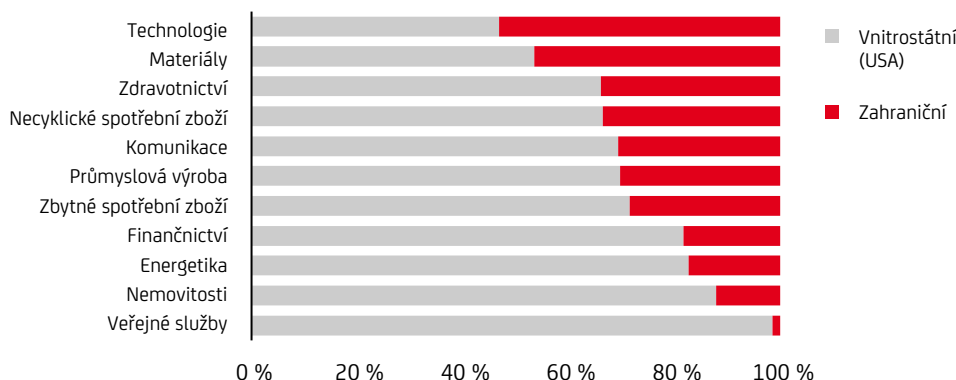


Podle našeho názoru by plné uplatnění nové Monroeovy doktríny pravděpodobně vedlo v USA ke snížení výnosů na krátkém konci křivky, zatímco **výnosy u aktiv s delší splatností by nejspíš vzrostly** v důsledku větší nabídky dluhopisů, vyšších inflačních očekávání trhu a nespokojenosti s americkými institucemi.

Akciový trh v USA: Důsledky pro americký akciový trh jsou méně jednoznačné. S výjimkou technologických společností generují společnosti zahrnuté v indexu S&P 500 své příjmy převážně v USA (graf 1.4). To má dva pozitivní důsledky: Americké firmy jsou málo vystaveny odvetným opatřením ze strany jiných zemí a mají prostor pro zvýšení příjmů v zemích, kde by vliv USA mohl vzrůst. Příznivá měnová a fiskální politika navíc podpoří zisky většiny podniků. Negativním faktorem jsou vyšší náklady na dlouhodobé financování a větší ekonomická nejistota, které budou mít vliv na ochotu riskovat a snižovat zájem investorů o akcie. Zda převáží první nebo druhý efekt, bude zřejmě záviset na faktorech, jako je odvětví a velikost společnosti. Navíc se domníváme, že trh bude upřednostňovat **společnosti působící v odvětvích, která jsou prioritou neomerkantilistické agendy Bílého domu** a spíš se přizpůsobí vládní politice.

- V této souvislosti jsou **nejlépe situovanými odvětvími** díky své strategické roli v novém merkantilistickém světě **obrana, průmysl, základní zdroje a technologie**. Veřejnou podporu by mohly nadále dostávat zejména technologické firmy a odvětví obrany, produkci a zpracování základních zdrojů by mohlo pozitivně ovlivnit, pokud budou USA aktivnější ve Venezuele, a průmyslové podniky by mohly být podpořeny přesunem výroby v rámci relokalizace.
- Zřejmě bude naopak nejvíce postižený sektor **necyklického spotřebního zboží**, a to kvůli své závislosti na mezinárodních dodavatelských řetězcích. **Banky** se asi také dostanou pod větší tlak v důsledku možných bankrotů menších podniků, které nejsou způsobilé pro kapitálový trh. Očekáváme také, že sektor **cestování a volného času** bude pod tlakem kvůli přísnějším cestovním omezením a souvisejícím rizikům.

GRAF 1.4: EXPOZICE SPOLEČNOSTÍ Z INDEXU S&P 500 Z HLEDISKA ZDROJE JEJICH PŘÍJMU
PODÍL NA CELKOVÝCH PŘÍJMECH



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Dopad na USD a komodity: Merkantilistická politika vyžaduje **slabou měnu**. V kombinaci s pochybnostmi investorů o úloze amerického dolaru jako bezpečné měny to bude mít na americký dolar negativní vliv. Dolar však nemusí oslabit příliš, protože není k dispozici rozumná alternativa, která by tuto měnu nahradila. To by se samozřejmě mohlo změnit, pokud by USA dále přitvrdily svůj geopolitický postoj, což by vedlo k nespokojenosti investorů s aktivy denominovanými v USD. V této situaci by se rozvíjející se země, které používaly USD jako referenční měnu a jsou negativně ovlivněny imperialistickou politikou Spojených států, mohly rozhodnout pro jiné měny. S rozšiřující se sférou vlivu Číny může čínský jüan (CNY), zejména jeho digitální verze, v těchto zemích, zejména v zemích BRICS+, představovat alternativu k USD. Asertivnější USA by však nakonec mohly podpořit i americký dolar. Některé faktory, které mají na americký dolar negativní dopad, by mohlo vyvážit, pokud by se USA uchýlily k použití síly, neboť existuje nepoměrně velký vojenský rozdíl mezi USA a ostatními významnými světovými aktéry. Podle našeho názoru bude pravděpodobně převažovat první efekt.

Pokud jde o **komodity**, Monroeova doktrína a sílící mezinárodní soutěž o přístup ke klíčovým surovinám patrně zvýší globální nabídku. Při zachování všech ostatních podmínek by to znamenalo tlak na snižování světových cen. Diskriminační povaha těchto politik by však mohla vést k regionálním cenovým rozdílům, pokud by komodity začaly být používány jako zbraň. **Drahé kovy**, jako je zlato, budou nejspíš těžit z geopolitické nejistoty díky své tradiční roli bezpečných aktiv.





Makroekonomický vývoj

Autoři: Andreas Rees, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

1 ECB ve vyčkávacím režimu

ECB jednoznačně vyčkává. Hospodářská aktivita a trh práce nadále vykazují odolnost vůči vysoké nejistotě a faktorům nepříznivě ovlivňujícím obchod, takže prognóza centrální banky ohledně růstu HDP se nemění. Zdá se, že riziko eskalace napětí s USA v otázce Grónska alespoň prozatím ustoupilo, což odstraňuje velkou krátkodobou hrozbu pro hospodářský růst a stabilitu finančních trhů. V tomto prostředí může ECB vyčkávat i nadále. Výhled spotřebitelských cen zůstává příznivý. Růst dovozních cen je slabý, ceny energií zůstávají na dobré úrovni a růst mezd má klesající tendenci. Celková inflace se v prosinci snížila mírně pod 2 % a asi zůstane pod cílem ECB po celý rok 2026 a možná i následně. Dokud se hospodářská aktivita udrží a jádrová inflace zůstane nad 2 %, není pravděpodobné, že by Rada guvernérů vážně uvažovala o dalším snížení úrokových sazeb. Nadále očekáváme, že depozitní sazba zůstane na úrovni 2 % i v roce 2027.

2 Fed si zachová dostatečnou nezávislost

Trumpova administrativa útočí na nezávislost Fedu. Ministerstvo spravedlnosti nedávno pohrozilo trestním oznámením v souvislosti s výpovědí předsedy Fedu Jeroma Powella o stavebních pracích při renovaci, zatímco Trumpův pokus vyhodit guvernéra Fedu Cooka kvůli obvinění z hypotečního podvodu nyní řeší soudy. Mnozí se domnívají, že jde o záminky související s Trumpovou snahou o mnohem nižší úrokové sazby. Naším základním předpokladem je, že Nejvyšší soud nastaví vysokou laťku pro prezidenta, aby mohl guvernéra Fedu „důvodně“ odvolat. Vzhledem k tomu, že v příštích dvou letech mezi guvernéry Fedu vyprší funkční období pouze bývalému Trumpovu poradci guvernéru Miranovi a 11 z 12 regionálních prezidentů Fedu bylo znovu jmenováno na nové pětileté funkční období, je nepravděpodobné, že by Trump v dohledné budoucnosti disponoval většinou ve výběru pro stanovení sazeb. Očekáváme tedy, že měnověpolitická rozhodnutí Fedu budou vycházet z ekonomických údajů a jeho dvojího mandátu, a nebudou určována na základě politické objednávky. V tomto případě vidíme v letošním roce pouze jedno snížení sazeb, a to v červnu. Přesto není nezávislost Fedu s Trumpem v Bílém domě a při strmé trajektorii růstu federálního dluhu a nákladů na jeho obsluhu jistá. Politizovaný Fed by výrazně zvýšil inflaci a inflační očekávání, snížil hodnotu amerického dolaru a pravděpodobně zvýšil dlouhodobé výpůjční náklady.

3 Globální ekonomika: Odolnost pod tlakem

Nadále očekáváme, že globální ekonomika zůstane v letech 2026–2027 odolná navzdory zvýšené geopolitické nejistotě a obchodním třenicím. V našem základním scénáři zůstává růst globálního HDP v podstatě nezměněn, přičemž v roce 2026 se meziročně zvýší o 3,1 % a v roce 2027 o 3,2 % (v loňském roce: +3,3 %). Odolnost bude zřejmě podpořena třemi stabilizačními faktory. Zaprvé se očekává, že schopnost soukromého sektoru přizpůsobit se zmírní dopady vyšších cel a dalších protekcionistických opatření. Podniky stále víc diverzifikují dodavatele a mění logistické trasy, aby omezily narušení dodavatelských řetězců. Zadruhé by měly digitalizace a umělá inteligence udržet investiční aktivitu, zejména v USA, a urychlit posun světového obchodu od zboží ke službám. Za třetí by nepříznivé vlivy související s obchodem měla ve vyspělých ekonomikách částečně kompenzovat průmyslová politika. Dotováním výroby strategického zboží, jako jsou čipy a baterie, se lokalizují dodavatelské řetězce, aby se (postupně) snížila závislost na Číně. Rizika prognózy pro světovou ekonomiku jsou však vychýlena směrem dolů, protože další geopolitické turbulence nebo korekce výdajů na umělou inteligenci by mohly negativně ovlivnit investice a spotřebitelské výdaje.



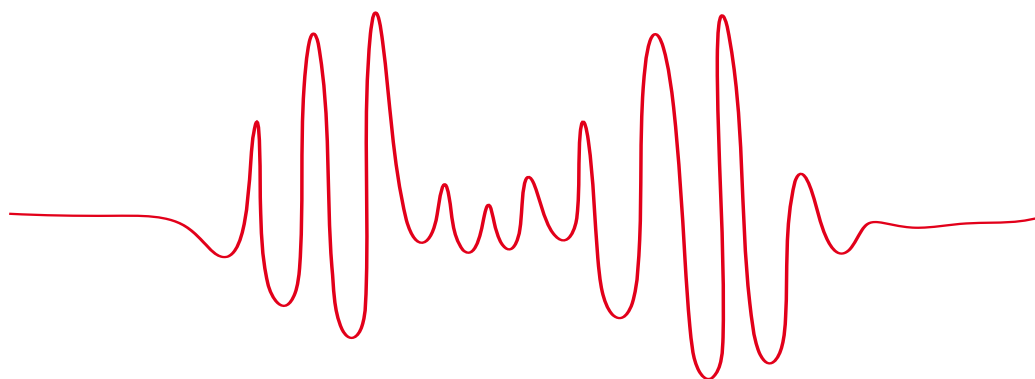


Vývoj na trhu

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

Šum...

Když se ohlédneme za prvními týdny roku, trhy čelily řadě geopolitických otřesů, které významně zhoršily náladu na trhu. USA zaujaly razantnější zahraniční politiku, včetně zjetí venezuelského prezidenta Nicoláse Madura, obnovení tlaku na Írán a asertivního úsilí o kontrolu nad Grónskem, což je považováno za součást širšího souboje s Čínou o strategický vliv a důležité nerostné suroviny. Evropské představitelé reagovali tvrdě a varovali, že nové celní hrozby spojené s Grónskem by mohly narušit transatlantické partnerství a oslabit jednotu NATO. Napětí na Blízkém východě mezitím zůstává zvýšené a hrozí jeho opětovná eskalace a možné dopady na trhy s energií. Současně se silícím politickým tlakem rostou obavy o nezávislost amerického Fedu. Tyto události společně zvýšily nejistotu v době, kdy trhy doufaly ve stabilnější začátek roku.



... a signál

Vedle geopolitického šumu se trhy stále více zaměřují na fundamentální faktory určující cenu aktiv. Investoři sledují politické signály z amerického Fedu. Pokud se ekonomické údaje, zejména údaje z trhu práce, udrží na stabilní úrovni, očekávání agresivního snižování sazeb se asi sníží. To by mohlo mírně zvýšit výnosy státních dluhopisů. Zároveň zůstává vcelku příznivý výhled pro akcie, přičemž hlavním faktorem je i nadále růst zisků, a to i přes pokračující volatilitu. Na úvěrových trzích vzbudila pozornost rostoucí míra nesplácených úvěrů a několik ojedinělých případů selhání, ale tento vývoj není považován za systémový. Postupné rozšiřování spreadů ze současných nevelkých úrovní se zdá být pravděpodobnější než destabilizující změna. Také komoditní trhy se ustálily a sledují stabilnější vzorec vývoje. Ceny ropy by se neměly příliš měnit, protože geopolitické problémy jsou vyvažovány dostatečnou nabídkou, zatímco u zlata dochází po jeho silném růstu k určité konsolidaci, kterou podporuje pokračující strukturální poptávka. Celkově lze říct, že s odezníváním prvotního šoku z událostí na počátku roku trhy odfiltrovávají výkyvy způsobené novinovými titulky a znovu se zaměřují na dynamiku měnové politiky, odolnost zisků a pozdější fázi úvěrového cyklu.



Akcie

Rok 2026 začal pozitivně, zůstáváme pro letošní rok konstruktivní

Začátek roku byl pro akciové trhy příznivý. Podle starého rčení, které se na trhu traduje, platí, že pokud prvních pět dnů obchodování v daném roce vykazuje pozitivní výkonnost, je pravděpodobné, že pozitivně skončí i celý rok. Od roku 1950 toto pravidlo pro index S&P 500 překvapivě dobře platí: ze 47 let, kdy byly zaznamenány kladné výnosy v prvních pěti obchodních dnech, jich 39 také skončilo v kladných číslech, což představuje 83% úspěšnost. Prvních pět dní letošního roku bylo skutečně pozitivních, a kromě tohoto sezonního vlivu zůstává náš zásadně konstruktivní pohled nedotčen i přes přetrvávající nejistoty, zejména geopolitická rizika.

Příběh umělé inteligence jako klíčového motoru amerických akcií je i nadále dvousečnou zbraní: podporuje inovace a potenciál zisků a zároveň vyvolává obavy z nadhodnocení. Současně se jako potenciální překážky další fáze růstu umělé inteligence objevují kritické body v dodávkách energie pro datová centra a v kapacitě rozvodných sítí. Vliv umělé inteligence se nicméně stále víc rozšiřuje i do dalších odvětví, jako jsou suroviny a průmysl, což je do značné míry podpořeno velkými kapitálovými výdaji podniků zaměřených na umělou inteligenci.

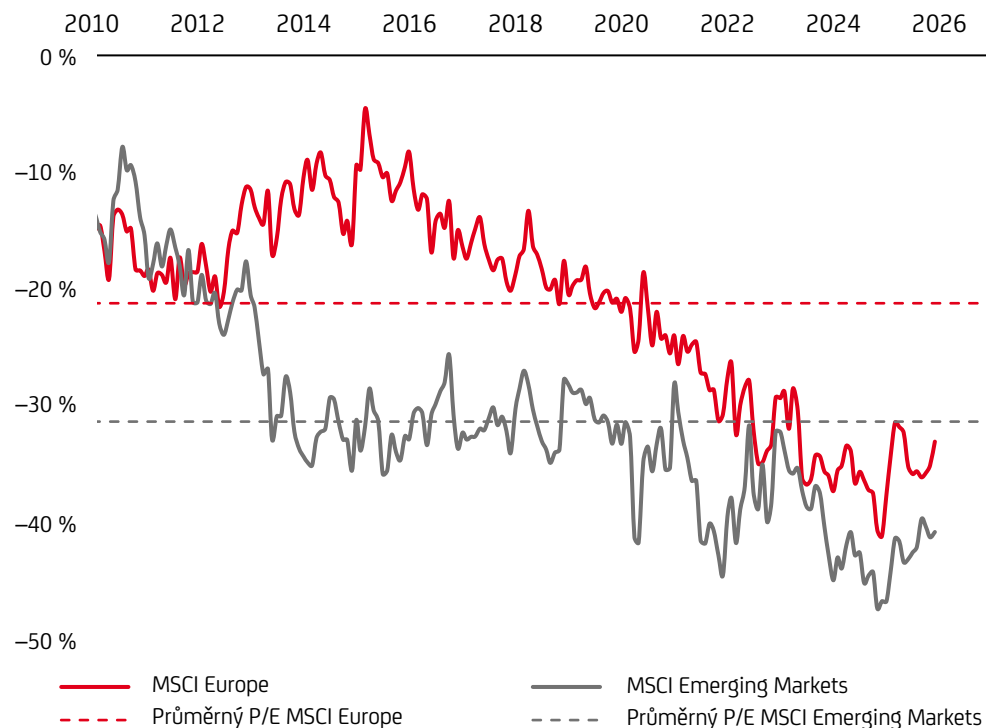
Konsenzuální prognózy očekávají, že **zisky podniků** porostou přibližně o 10–15 %, což předčí očekávaný růst zisků pro rok 2025 ve všech hlavních regionech. Ve většině regionů však zůstáváme opatrnější než konsenzus, jenž volí přístup bottom-up, protože tyto prognózy bývají na začátku každého roku příliš optimistické a často se neshodují s očekáváním investorů. Nicméně růst zisků by měl v kombinaci s dividendami podpořit přiměřené výnosy z akcií. Celkově očekáváme, že se akciové trhy v roce 2026 posunou výš, i když s nižšími indexy návratnosti než v roce 2025.

Pokud jde o **americký akciový trh**, domníváme se, že výnosy v roce 2026 budou více ovlivněny fundamentálním růstem zisků, který se u indexu S&P 500 odhaduje přibližně na 14 %, než dalším výrazným zvýšením ocenění. Očekává se, že důležitou roli bude hrát zvýšení produktivity v technologickém odvětví, které je poháněno umělou inteligencí. Vedoucí podniky z oblasti umělé inteligence, jako jsou polovodičové a softwarové společnosti, mají i nadále významné příležitosti, protože by velké kapitálové výdaje mohly zvýšit zisky a přispět ke zvýšení indexu S&P 500 do konce roku na úroveň kolem 7600 bodů. V důsledku zvýšeného ocenění, potenciálních výkyvů v politice Fedu, geopolitických rizik a možnosti ochlazení nadšení pro umělou inteligenci však očekáváme vyšší volatilitu než v roce 2025. Investice do infrastruktury, včetně investic souvisejících s rozšiřováním datových center, mezitím nejspíš podpoří širší poptávku v odvětví surovin, veřejných služeb, stavebnictví a financí. V důsledku toho vidíme pro rok 2026 velkou pravděpodobnost většího rozptylu výnosů na americkém trhu.

Výhled **evropských akcií** je mírnější. Očekáváme, že index Euro STOXX 50 v letošním roce vzroste přibližně na 6200 bodů, a to díky růstu zisků přibližně o 11 %. Z fiskálních opatření Německa, rostoucích výdajů na obranu v celé Evropě a silné poptávky po komoditách, kterou podporují investice do infrastruktury AI, by mělo těžit odvětví surovin, strojů, dopravy, logistiky a technologií. Růst by však mohl ohrozit rizika spojená s obchodním napětím a cly. Evropu navíc v roce 2026 čeká nabitý politický kalendář, který může přinést období krátkodobé volatility. Domníváme se, že konsenzuální očekávání zisků pro rok 2026 jsou poněkud optimistická a zranitelná vůči narušením souvisejícím s vývozem. Proto jsme konzervativnější a předpokládáme růst zisků zhruba o 8 %. V Evropě, kde je ocenění ve srovnání s USA stále atraktivní, hraje umělá inteligence menší roli, ale strukturální rozdíly v produktivitě přetrvávají (viz graf 2.1).

GRAF 2.1: ROZVÍJEJÍCÍ SE TRHY A EVROPA VE SROVNÁNÍ S USA STÁLE OBCHODUJÍ S VELKÝM DISKONTEM

DISKONT NA ZÁKLADĚ POMĚRU CENY K ZISKU (P/E) OPROTI MSCI USA V %



Zdroj: LSEG I/B/E/S, Investiční institut společnosti UniCredit

Po ložském působivém 30% nárůstu očekáváme další silný rok pro **akcie rozvíjejících se trhů (EM)** a předpovídáme pro rok 2026 přibližně 15% výkonnost indexu MSCI EM. Tento výhled je podpořen příznivým globálním makroekonomickým prostředím, silnou poptávkou související s umělou inteligencí, z níž těží technologicky orientované trhy v rozvíjejících se zemích, a širokou geografickou diverzifikací, což vše přispívá k naší prognóze robustního 19% růstu zisků v roce 2026. Ocenění sice vzrostlo (firmy v indexu MSCI EM se nyní obchodují v průměru za 13,6násobek forwardových zisků a index se oproti americkým akciím stále obchoduje se zhruba 40% diskontem (viz graf). V rámci rozvíjejících se trhů se Čína i nadále potýká se strukturálními omezeními růstu (jak ukazuje zpomalení její ekonomiky na 4,5 % meziročně ve 4. čtvrtletí 2025), zatímco jiné trhy, jako je Tchaj-wan a Korea, mají tendenci více těžit z cyklu umělé inteligence a polovodičů. Mezi hlavní rizika patří růstové nebo politické šoky ze strany USA nebo Číny a také obnovené obavy z bubliny způsobené umělou inteligencí. Problémem by pro rozvíjející se trhy bylo také přetrvávající období silného dolaru (což není náš základní scénář).

Cenné papíry s pevným výnosem

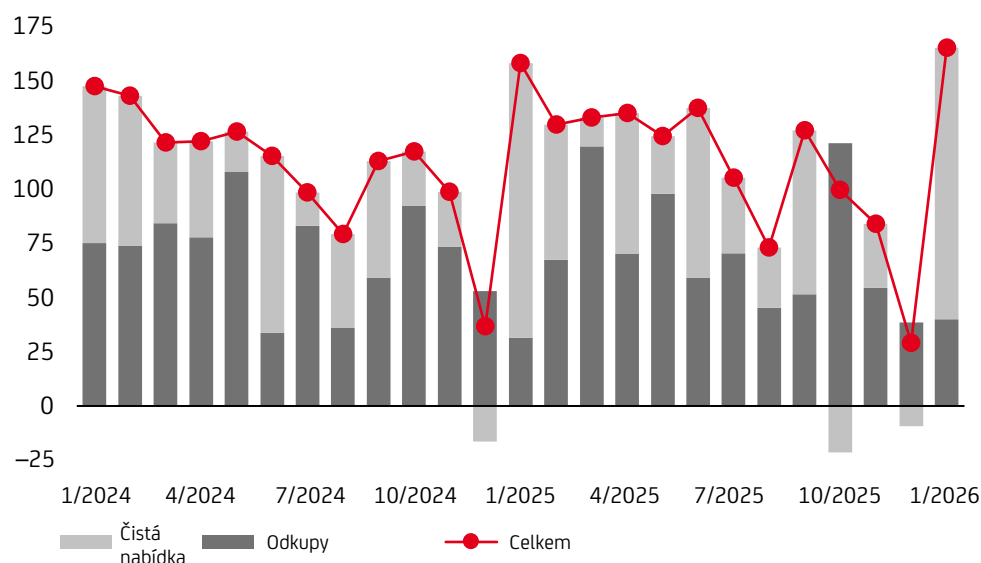
Navzdory volatilitě trhu byla nabídka státních dluhopisů eurozóny snadno absorbována

Státní dluhopisy ve většině vyspělých zemí zažily v prvních týdnech roku jízdu na horské dráze. Po poklesu výnosů, kdy se křivky obecně zplošťovaly, se v důsledku posledního geopolitického vývoje objevuje strmější stoupání na konci výnosové křivky. Největší dopad měly tři události: **1.** Napětí v **Íránu** zvýšilo ceny komodit a znovu oživilo tržní inflační očekávání v eurozóně a USA. **2.** Oznámení premiérky **Sanae Takaičiové** o konání předčasných voleb v Japonsku, kdy chce využít svého vysokého ratingu a upevnit si parlamentní většinu, vedlo k masivnímu výprodeji dlouhodobých státních dluhopisů v důsledku očekávání agresivních fiskálních stimulů. **3.** Záměr prezidenta Trumpa převzít kontrolu nad **Grónskem** napjal vztahy USA s evropskými spojenci. Výnosy státních dluhopisů eurozóny (EGB) a amerických státních dluhopisů (UST) se následně zvýšily, protože investoři očekávají, že veřejné dluhové agentury zvýší nabídku dluhopisů, a to jak na podporu ekonomiky v případě vyhlášení nových cel, tak na financování výdajů na obranu.

Vysoká volatilita neovlivnila schopnost investorů absorbovat nedávno vydané emise. V lednu by měly dluhové agentury eurozóny prodat dluhopisy v objemu zhruba 160 miliard eur, čímž by pravděpodobně překonaly měsíční rekord z června 2020 (161 miliard eur). Kvalita evidence příkazů a ceny nových dluhopisů naznačují, že jejich přijetí bylo dosud dobré.

GRAF 2.2: VYSOKÁ LEDNOVÁ EMISNÍ AKTIVITA PRO VYDÁVÁNÍ STÁTNÍCH DLUHOPISŮ EUROZÓNY

ODKUPY, ČISTÁ A HRUBÁ NABÍDKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ V EUROZÓNĚ (V MLD. EUR)



Zdroj: Dluhové agentury eurozóny, Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Výnos desetiletých německých státních dluhopisů se opět přiblížil 3 % a výnos desetiletých amerických státních dluhopisů se obchoduje na nejvyšší úrovni od srpna. Očekávání velké nabídky a skutečnost, že nadcházející zasedání ECB i Fedu možná vyzní opatrně, omezují možné oživení státních dluhopisů eurozóny a amerických státních dluhopisů a v nadcházejících týdnech by mohly zůstat volatilní. Přesto pochybujeme, že jde o začátek nového vzestupného trendu výnosů, neboť ekonomická nejistota je stále vysoká a likvidita značná a domníváme se, že oportunističtí investoři se budou snažit profitovat z posledních pohybů a zajistit si atraktivní výnosy. Poptávka po italských cenných papírech zůstala v posledních několika týdnech zdravá a spread se obchoduje pod 70 bb. Vzhledem k nedávné volatilitě na trzích to vyznívá pozitivně.

Podnikové úvěry: Systémové riziko v nedohlednu

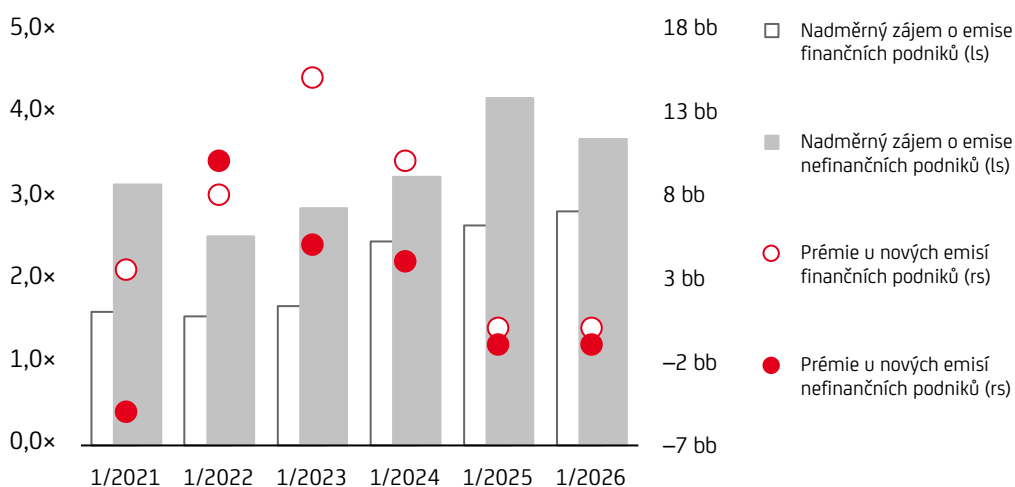
Podnikové úvěry zahájily nový rok velmi dobře. Navzdory velké nabídce nových dluhopisů zůstaly prémie za úvěrové riziko stabilní. Carry tak zůstává klíčovým zdrojem celkových výnosů. Nabídka nových dluhopisů se setkala se silnou poptávkou investorů, přičemž u většiny emisí poptávka silně převyšovala nabídku, což odráží silný apetit po úvěrovém riziku. Důvodem silného zájmu o úvěrové riziko spojené s podnikovými úvěry je skutečnost, že úvěrové ukazatele jsou solidní, emitenti nadále uplatňují konzervativní finanční politiku a míra selhání zůstává nízká. Silná poptávka po nových emisích vedla k velkému převisu (druhému nejvyššímu za posledních šest let) poptávky nad nabídkou (medián 3,7násobku) a k mírně záporné mediánové prémii u nových emisí.

U finančních titulů se velmi dobře vyvíjelo také **úvěrové rozpětí**. Pozitivní náladu podpořily dobré výsledky velkých amerických bank za 4. čtvrtletí 2025 a konstruktivní komentáře ze strany evropských bank. Zájem investorů o obchody na primárním trhu byl také velmi silný, a to i přes významné geopolitické zprávy a události týkající se Venezuely, Íránu a Grónska. U prioritních dluhopisů, jejichž referenční měnou je euro, doposud vydaných finančními společnostmi tento měsíc, je medián převisu poptávky nad nabídkou 2,8násobek, což je nejvyšší úroveň za posledních šest let, a to i přes velmi vysokou nabídku primárních dluhopisů. Také průměrná premie za nové emise se blížila nule, zatímco v letech 2021 až 2025 se pohybovala v rozmezí 1 až 13 bazických bodů. To znamená, že emitenti cenných papírů z finančního sektoru mohou oceňovat nové obchody podle křivky sekundárního trhu. Oba ukazatele naznačují silnou náladu na primárním trhu navzdory geopolitickým událostem kolem Venezuely a Íránu.

V první polovině roku 2026 však očekáváme určitou volatilitu. Riziko plyne z rostoucího objemu úvěrů mířících z tradičního bankovního sektoru do nebankovních finančních institucí (NBFÍ). To má dva důsledky: **1.** Banky stále častěji poskytují financování fondům poskytujícím nebankovní půjčky, aby se tak mohly zapojit do rizikovějších úvěrových aktivit, a **2.** Existují obavy, že ukazatele kvality aktiv vykazované bankami nemusejí plně odrážet podkladové riziko jejich úvěrových portfolií. Vzhledem k jejich solidní úvěrové kvalitě, která se pravděpodobně potvrdí i v nadcházející výsledkové sezoně, by však podniky investičního stupně mimo finanční sektor měly zůstat stabilní. Úvěry **s vysokou betou** (dluhy s vysokým výnosem a podřízené dluhy) naopak citlivěji reagují na přelévání nepříznivých dopadů. Odměna za zhodnocení kapitálu (carry) tak i přes mírný tlak na růst spreadů u dluhových nástrojů investičního i neinvestičního stupně zůstává klíčovým zdrojem výnosů. Společnosti z finančního sektoru by kvůli rozšíření spreadu z důvodu rostoucích obav ze změny úvěrového cyklu mohly vykazovat horší výkonnost než tituly z jiných odvětví. Podrobnější informace o našich prognózách úvěrových spreadů firemních dluhopisů naleznete v tabulce rizikových aktiv.

GRAF 2.3: LEDNOVÉ UKAZATELE POPTÁVKY NA PRIMÁRNÍM TRHU

O SILNÉ POPTÁVCE NA PRIMÁRNÍM TRHU VYPOVÍDÁ VYSOKÝ UKAZATEL BID-TO-COVER A ZATÍM TENTO MĚSÍC DOSAHOVANÉ NÍZKÉ PRÉMIE U NOVÝCH EMISÍ



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

SMĚNNÉ KURZY

USD pod tlakem kvůli opětovné nejistotě ohledně politiky USA

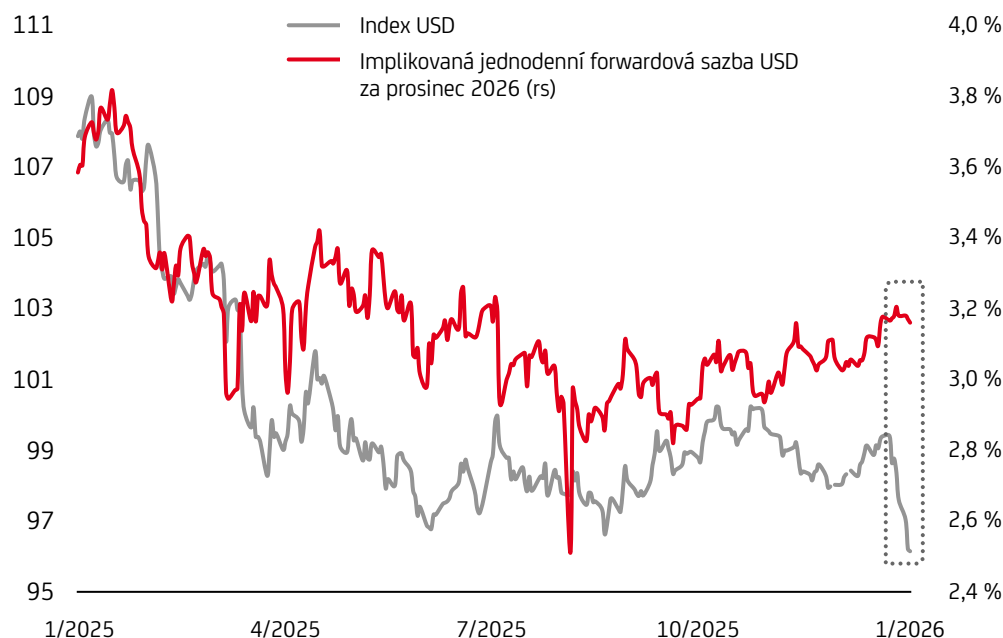
Od poloviny ledna se americký dolar dostal opět pod tlak na oslabení, protože se znovu objevila geopolitická rizika, rostoucí obchodní napětí a obavy ohledně nezávislosti Fedu. Signály, že americké úřady mohou být ochotny podílet se na koordinovaných tržních intervencích s cílem zastavit oslabování JPY, následované Trumpovými výroky, v nichž uvítal slabší dolar („Myslím, že je to skvělé.“), dodaly **oslabování USD** další impuls. Tato prohlášení Bílého domu lze interpretovat tak, že Bílý dům dává přednost slabšímu americkému dolaru, aby podpořil americký vývoz a snížil obchodní deficit.

Zvýšená politická nejistota a obavy o udržitelnost fiskálního dluhu spolu s eskalací geopolitického a obchodního napětí oživily diskuse o globální dedolarizaci. Nedávné tempo oslabování USD je srovnatelné s pohyby na trhu pozorovanými po „Dni osvobození“, ale pohyb je ve srovnání s tím, co se stalo ve 2. čtvrtletí 2025, stále umírněný. Na rozdíl od dubna 2025 zůstalo zatím přelévání na trh státních dluhopisů omezené a americký dolar se oddělil od krátkého konce křivky, protože forwardové sazby Fed funds se snížily jen nepatrně. Tato divergence naznačuje, že buď byl výprodej USD příliš rozsáhlý, nebo může ještě dojít k úpravám křivky amerického dolaru, kdy výsledná křivka bude ještě strmější.

Kurz EUR–USD překonal loňská maxima a **úroveň 1,20**, což představuje riziko, že referenční pásmo pro tento měnový pár se může posunout z 1,15–1,20 na 1,20–1,25. Stabilizace v oblasti 1,20–1,22 je pravděpodobná, pokud bude americký dolar podpořen opatrnou politikou Fedu (což očekáváme) a sníženým politickým šumem ze strany americké administrativy (tento vývoj je méně pravděpodobný). Vzhledem k ústřední roli jenu v nedávném pohybu amerického dolaru by výsledek japonských voleb 8. února mohl americkému dolaru přinést také krátkodobou úlevu, zejména pokud bude v důsledku politických rizik vyvíjen na japonský jen obnovený tlak. Rovněž v tomto scénáři se rizika poklesu kurzu EUR–USD nejspíš omezí na oblast kolem 1,18. Pokud bude politická nejistota přetrvávat, mohlo by to připravit půdu pro trvalejší trend oslabování amerického dolaru. Pokud však americká administrativa nerozšíří svůj vliv na dlouhý konec výnosové křivky, může se prudký nárůst nákladů na obsluhu dluhu stát faktorem, který podpoří větší kázeň a pomůže zabránit nadměrnému nebo neřízenému poklesu amerického dolaru.

GRAF 2.4: VÝVOJ AMERICKÉHO DOLARU JŽ NEKOPÍRUJE VÝVOJ SAZEB A DEDOLARIZACE SE STÁVÁ DISKUTOVANÝM TÉMATEM

INDEX AMERICKÉHO DOLARU A IMPLIKOVANÉ JEDNODENNÍ SAZBY USD PRO PROSINEC 2026



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Komodity

Ropa

Ropné trhy končí leden s cenami ustálenými kolem 65 USD/barel, protože situace s vysokou nabídkou nadále kompenzuje prchavou podporu plynoucí z geopolitických otřesů. Riziková prémie, která se objevila na začátku ledna, ustoupila jen částečně a ceny jsou stále zajištěny proti případnému narušení. Odstranění venezuelského prezidenta Nicoláse Madura iniciované Spojenými státy sice vyvolalo volatilitu, ale na ceny mělo jen zanedbatelný vliv, protože značně omezená venezuelská kapacita těžby ropy ponechává jen malý prostor pro významné změny krátkodobé vyvážené nabídky. V dlouhodobějším horizontu by však obnovené investice a politická stabilizace mohly na trh vrátit další barely venezuelské ropy, což by zvýšilo riziko dalšího poklesu cen.

Nárůst zásob o 2,8 mb/d, který pro rok 2026 předpokládá EIA, ukazuje na přetrvávající přebytek, což je v ostrém kontrastu s očekáváním OPEC, že trh bude do značné míry vyrovnaný. Agentura IEA mezitím své prognózy přebytku mírně snížila, což odráží silnější předpokládanou poptávku, ačkoli i nadále vidí strukturálně nadměrnou nabídku na trhu. Vzhledem k již tak vysokým zásobám přepravovaným po moři se mohou další barely přesunout do skladů na pevnině, což v krátkodobém horizontu zvýší tlak na pokles cen. Vývoj je méně transparentní také v důsledku vytváření strategických zásob v Číně. V krátkodobém až střednědobém horizontu je pravděpodobné, že případné vyostření geopolitické situace podpoří ceny pouze krátkodobě v důsledku nálady panující na trhu a nepovede k významnému posunu ve fundamentálních ukazatelích. Za této situace ponecháváme naši prognózu pro cenu ropy Brent v roce 2026 v rozmezí **60–65 USD za barel**.

Zemní plyn

Referenční cena zemního plynu v Evropě (TTF) od začátku roku vyskočila až o 40 %, protože chladné počasí a geopolitické napětí vyprovokovaly dříve klidný trh. Jedním ze zdrojů volatility byla nízká úroveň zásob v porovnání s posledními lety. Evropské zásoby plynu nedávno klesly pod 50 % kapacity, což je o 10 procentních bodů méně než ve stejném období předchozího roku. Nižší počáteční stavy a chladné počasí v posledních týdnech vytvářejí tlak na zásoby, a vyvolávají tak obavy ohledně potřeby doplňování zásob na zimu 2026–2027. Volatilitu na trzích s plynem dále zvýšil geopolitický vývoj. Na jedné straně může dojít k narušení toku LNG v důsledku nepokojů v Íránu, na druhé straně by obchodní válka mezi USA a EU znamenala slabší hospodářskou aktivitu, což by mohlo vést ke snížení cen plynu. Pokud nedojde k větším geopolitickým otřesům, očekáváme, že se tato cenová volatilita sníží. Znovu potvrzujeme naši prognózu ceny TTF pro rok 2026 ve výši **30–35 EUR/MWh**, i když konstatujeme, že cena by mohla v blízké budoucnosti toto rozpětí dočasně překročit. V pozdějších měsících roku očekáváme klidnější trhy s plynem, protože se na trh dostanou významné nové dodávky, zejména v Severní Americe.

Zlato

Zlato zahájilo rok silným růstem, který překonal hranici **5000 USD/oz**, a to v důsledku geopolitického napětí, které nastalo po zadržení venezuelského prezidenta Madura Spojenými státy. Konfrontace mezi USA a Evropou ohledně Grónska a rostoucí napětí v Íránu přispěly k další nejistotě a posílily poptávku po bezpečném přístavu. Trh rovněž nadále podporovaly strukturální faktory, i když s poněkud menší silou než dříve. Nákupy centrálních bank zůstávají stabilní, ETF nadále zaznamenávají stabilní příliv prostředků a reálné výnosy se výrazněji nezměnily. Tyto faktory pomáhají udržet strategický význam zlata, ale vzhledem k již velmi vysokým cenám a stále více zohledňovanému geopolitickému riziku se zvyšuje pravděpodobnost dočasného poklesu, i když širší konstruktivní trend zůstává zachován.





Předpovědní tabulky

Prognózy UniCredit

PROGNÓZY HDP, CPI A SALD STÁTNÍCH ROZPOČTŮ

	Reálný HDP (% R/R)			Spotřebitelské ceny (% R/R)			Saldo státního rozpočtu (% HDP)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Svět	3,2	3,1	3,2	–	–	–	–	–	–
USA	2,2	2,4	2,0	2,7	2,9	2,6	–7,4	–7,9	–8,0
Eurozóna:	1,4	1,0	1,4	2,1	1,8	1,9	–3,4	–3,7	–3,6
Německo	0,2*	1,2*	1,9*	2,2	1,6	2,0	–2,4	–4,3	–4,3
Francie	0,8	0,9	1,1	1,0	1,3	1,4	–5,4	–5,0	–4,6
Itálie	0,5	0,6	0,8	1,5	1,4	1,6	–3,1	–2,9	–2,7
Španělsko	2,9	2,1	1,8	2,7	2,1	2,0	–2,5	–2,1	–2,2
Spojené království	1,4	0,9	1,2	3,4	2,3	2,0	–4,5	–3,8	–3,5
Čína	5,0	4,1	3,8	–0,3	0,5	1,0	–8,5	–8,0	–8,0
Japonsko	1,0	0,8	0,8	3,0	2,1	2,0	–3,1	–4,0	–3,8
Indie	7,3	6,4	6,4	2,8	4,0	4,0	–7,2	–7,1	–6,9

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

* Údaje neupravené podle pracovních dnů. Upraveno podle pracovních dnů: 0,3 % (2025), 0,9 % (2026) a 1,8 % (2027).

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Aktuální	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27
Fed	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
ECB	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
UK	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
Japonsko	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,25
Švédsko	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norsko	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období.



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	26. 1. 2026	1Q26	2Q26	3Q26
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,04	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,11	2,10	2,10	2,10
10Y Bund	2,87	2,75	2,80	2,85
2Y EUR swap	2,27	2,25	2,25	2,25
10Y EUR swap	2,89	2,80	2,85	2,90
Spread mezi 10Y úr. swapem a Bundem	3	5	5	5
2Y BTP	2,19	2,30	2,30	2,30
10Y BTP	3,46	3,45	3,50	3,55
10Y BTP-Bund spread	59	70	70	70
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	3,75	3,75	3,50	3,50
3M OIS SOFR	3,67	3,56	3,35	3,35
2Y UST	3,59	3,70	3,70	3,65
10Y UST	4,21	4,25	4,25	4,25
10Y UST-Bund spread	134	150	145	140

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	26. 1. 2026	1Q26	2Q26	3Q26
EUR-USD	1,19	1,14	1,16	1,17
USD-JPY	153	154	150	148
EUR-JPY	183	176	174	173
GBP-USD	1,37	1,30	1,29	1,28
EUR-GBP	0,87	0,88	0,90	0,91
USD-CNY	6,95	7,10	7,09	7,08
EUR-CNY	8,30	8,09	8,22	8,28

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	26. 1. 2026	Polovina roku 2026	Konec roku 2026
Ropa			
Brent USD/barel	66,0	62,5	62,5
Akcie			
Euro STOXX 50	5948	5900	6200
STOXX Europe 600	608	600	630
DAX	24 901	25 500	27 000
MSCI Italy	117	118	123
S&P 500	6916	7200	7600
Nasdaq 100	25 605	27 000	28 000
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	69	95	90
iBoxx Banks Senior	64	95	87
iBoxx High Yield NFI	255	325	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	26. 1. 2021	26. 1. 2022	26. 1. 2023	26. 1. 2024	26. 1. 2025	26. 1. 2026	1. 1. 2026
do	26. 1. 2022	26. 1. 2023	26. 1. 2024	26. 1. 2025	26. 1. 2026	26. 1. 2026	26. 1. 2026

AKCIOVÉ INDEXY (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI World (v USD)	10,2	-4,8	18,3	22,3	19,6	81,2	2,4
MSCI Emerging Markets (v USD)	-10,6	-10,2	-3,6	13,5	42,4	23,7	7,5
MSCI US (v USD)	12,2	-5,7	22,8	26,9	15,0	89,0	1,5
MSCI Europe (v EUR)	18,7	1,0	10,3	14,2	18,2	77,4	2,9
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	-10,2	-6,1	-0,2	12,7	35,4	28,0	6,1
STOXX Europe 600 (v EUR)	17,7	0,2	10,2	14,4	18,8	75,9	3,0
DAX 40 (Německo, v EUR)	11,5	-2,1	12,1	26,6	16,5	82,7	1,8
MSCI Italy (v EUR)	24,2	2,7	23,2	28,5	30,9	164,6	0,3
ATX (Rakousko, v EUR)	34,1	-9,4	8,8	17,6	50,4	133,5	3,7
SMI (Švýcarsko, v CHF)	13,5	-3,8	3,8	13,2	10,4	39,9	-1,0
S&P 500 (USA, v USD)	14,6	-5,1	22,4	26,4	15,4	94,0	1,6
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-3,8	3,6	33,4	12,2	35,0	102,1	5,1
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-13,0	-9,2	-18,3	18,5	26,1	-5,2	1,8

INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-4,3	-11,4	-1,8	0,2	8,1	-9,7	-0,4
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-3,8	-17,3	2,0	0,2	0,6	-18,1	0,4
Státní dluhopisy EUR 1Y–10Y (iBOXX, v EUR)	-3,8	-15,3	2,5	2,2	2,2	-12,7	0,6
Podnikové dluhopisy EUR 1Y–10Y (iBOXX, v EUR)	-1,8	-11,4	5,0	4,8	4,0	-0,7	0,5

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

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	81	165	66	50	-41	317	7
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	45	229	9	29	28	341	0
Státní dluhopisy EUR 1Y–10Y (iBOXX, v EUR)	49	236	10	14	14	322	-5
Podnikové dluhopisy EUR 1Y–10Y (iBOXX, v EUR)	52	299	-18	-24	-4	309	-6

SMĚNNÉ KURZY EURA (ZMĚNA V %)

Americký dolar (EUR–USD)	-7,1	-3,4	-0,2	-3,9	13,0	-2,6	0,7
Britská libra (EUR–GBP)	-5,9	5,4	-2,9	-1,3	2,8	-2,3	-0,6
Švýcarský frank (EUR–SFR)	-3,7	-3,7	-6,1	0,8	-2,9	-14,4	-1,0
Japonský jen (EUR–JPY)	2,3	9,7	13,6	1,9	11,4	44,8	-0,9

KOMODITY (ZMĚNA V %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	-1,9	5,2	4,0	36,7	80,8	164,6	17,4
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	34,3	-6,5	-15,5	9,6	29,2	49,9	6,3
Zlato (v USD za ryzí uncí)	-1,1	5,1	4,7	37,4	83,9	175,9	18,0
Ropa (Brent, v USD za barel)	60,8	-2,8	-6,4	-3,5	-16,4	17,3	7,8

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 26. lednu 2026)

Poznámka: Minulé hodnoty a prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. Indexy nelze koupit, a proto nezahrnují náklady. Při investování do cenných papírů vznikají náklady, které snižují výkonnost. Výnosy z investic v cizích měnách mohou také vzrůst nebo klesnout v důsledku kolísání měny. Takzvané syntetické dluhopisy jsou vypočteny tak, aby odrážely výkonnost státních dluhopisů s pevným rozsahem splatnosti. V každém případě se „nejvhodnější“ skutečný federální dluhopis v relevantní době používá jako reference pro výnosovou příležitost syntetického dluhopisu. Vývoj očekávaného výnosu do splatnosti je uveden za těchto podmínek: platba úroků a splacení v souladu s podmínkami a držba do splatnosti. V tomto ohledu jde o výnosovou příležitost. Výnosové příležitosti odrážejí různá hodnocení rizika investorů pro příslušné produkty nebo země (vyšší výnosová příležitost = vyšší hodnocení rizika). Syntetické dluhopisy nelze koupit, a proto nezahrnují žádné náklady. V případě jmen a komodit nejsou zahrnuty náklady na pořízení a/nebo úschovu.





UniCredit S.p.A.
Investiční institut společnosti UniCredit



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Milán



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

Roberto Mialich

Oliver Prinz
CIO, Rakousko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli
vedoucí oddělení
makroekonomických analýz

Daniel Vernazza

VEDOUcí REDAKTOŘI

Chiara Silvestre

Tobias Keller

VÝROBA

Ingo Heimig

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/conflictsofinterest-positiondisclosures>. 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 nenese 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 tak 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 nenese 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 26. lednu 2026.