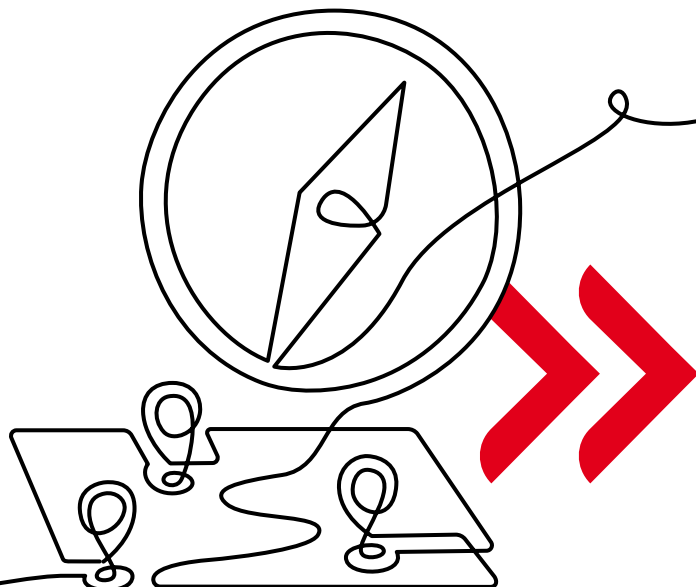


Kompas Přehled

31. října 2025



Boom umělé inteligence

Laureát Nobelovy ceny Robert Solow v roce 1987 řekl: „Počítačový věk je patrný všude kolem nás, kromě statistik produktivity.“ Firmám nějakou dobu trvá, než přizpůsobí procesy a dokážou plně využít výhod nové všeobecné technologie. A tak i když se umělá inteligence stává rádcem, na kterého se ve svém každodenním životě s důvěrou obracíme, je příliš brzy vidět její dopad na produktivitu.

Obrovské investice do datových center nezbytné pro využití této technologie se však již odrážejí v číslech růstu HDP. V letošním roce vynaložily velké americké technologické společnosti na výstavbu datových center přibližně 400 miliard USD. Bez nich by americká ekonomika v posledních čtvrtletích téměř nerostla. Podle našich odhadů se investice do umělé inteligence podílely na růstu HDP USA v 1. pololetí roku 2025 téměř ze 70 %.

V žádném případě nejde o další dotcom bublinu. V té době byla řada společností start-upy se zajímavými podnikatelskými nápady, ale bez produktů, které by mohly prodávat. Společnosti ze skupiny Mag 7 jsou dnes zralé, vysoce ziskové firmy s velkými hotovostními zůstatky. Technologické společnosti mají na trhu jistě vysoké ocenění, není to ale žádný extrém. Na vrcholu dotcom bubliny v březnu 2000 přesáhl ukazatel P/E na základě očekávaného zisku firem z indexu Nasdaq 100 v následujících dvanácti měsících hodnotu 60, nyní je to zhruba 27.

Opatrnost je přesto na místě, protože se toho může hodně pokazit. Vzájemné investice mezi tvůrci modelů AI, dodavateli výpočetní techniky a výrobci čipů ženou ceny technologických akcií vzhůru a zvyšují systémové riziko AI. Zároveň se americké společnosti předhánějí v dosažení obecné umělé inteligence (AGI) – formy umělé inteligence s kognitivními schopnostmi na úrovni člověka – bez záruky úspěchu.

A existuje hmatatelné riziko, že se ubíráme špatným směrem.

Čína vyvíjí AI modely, například DeepSeek, které vyžadují daleko menší výpočetní výkon (a tedy i méně datových center) než modely vyvinuté v USA. Čína se rovněž soustředí ve větší míře na aplikace AI než na dosažení AGI. Tato strategie by mohla vést k bezprostřednějšímu zvýšení produktivity, které by mohlo přinést trvalou konkurenční výhodu, zejména pokud se ukáže, že AGI je buď nedosažitelná, nebo zcela pomíjivá.

Manuela D'Onofrio
předsedkyně
investičního institutu

Fabio Petti
jeden z předsedů
Investičního institutu

Edoardo Campanella
ředitel a šéfredaktor
investičního institutu

POHLEDY INVESTIČNÍCH ŘEDITELŮ

2

Alokace aktiv

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

3

TÉMA 1:

Dopad umělé inteligence na růst
HDP USA v krátkém období

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

5

Šum a signál

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

TÉMA 2:

Není dění kolem AI poněkud
přitažené za vlasy?

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY

14



Pohledy investičních ředitelů

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

V posledních několika týdnech byly pro kapitálové trhy příznačné dvě charakteristiky: výrazně pozitivní výkonnost (zejména u akcií a zlata) a zvýšená volatilita (rovněž především u akcií a zlata). Tento vývoj odráží dva fundamentální prvky našeho posledního hodnocení: pozitivní dynamika na trzích s přetrvávajícími významnými rizikovými faktory. Pozitivní dynamika na akciových trzích vychází primárně z pozitivního výhledu hospodářského vývoje v Evropě a USA v nadcházejících čtvrtletích. Stabilní hospodářský růst by měl vést také k růstu zisků podniků.

Rizika se zase soustředí do několika faktorů: **1.** Ochlazení amerického trhu práce (to dává Fedu prostor pro snížení úrokových sazeb); **2.** Nepříznivé dopady prudkého zvýšení dovozních cel ze strany USA (inflační tlaky na americké spotřebitele a nákladové tlaky na americké výrobce), což by mohlo celkově limitovat uvolňování Fedu; **3.** Obnovení obchodních sporů s Čínou v důsledku omezení vývozu vzácných zemin z Číny, ačkoli nedávno bylo dosaženo pokroku směrem k rámcové dohodě; **4.** Přetrvávají také nejistoty ohledně dlouhodobé stability amerického dolaru a statutu amerických státních dluhopisů jako bezpečného přístavu – kvůli rostoucímu veřejnému dluhu a potenciálně silnějšímu politickému vlivu na měnovou politiku v USA. Poslední faktor vedl k růstu zejména na zlatě a dalších drahých kovech, nedávný výběr zisků se ale odrazil v korekci. Významným rizikům čelí ale i Evropa: politická nejistota ve Francii, nejasné vyhlídky německých investičních projektů a přetrvávající závislost na kriticky důležitých materiálech z Číny.

S ohledem na tyto faktory zachováváme v alokaci neutrální přístup k akciím, ve střednědobém horizontu jsme ale pozitivní, zejména v porovnání se státními dluhopisy, které podvažujeme. Evropské státní dluhopisy nepovažujeme za atraktivní, protože jejich výnosy jsou po ukončení cyklu snižování sazeb ECB nízké a vyhlídky na cenový růst jsou slabé. Pokud jde o americké státní dluhopisy, kromě měnového rizika spojeného s USD, vnímáme také rizika růstu výnosů vlivem dalšího růstu federálního dluhu, a to navzdory očekávanému snížení úrokových sazeb ze strany Fedu. V oblasti cenných papírů s pevným výnosem preferujeme dluhopisy rozvíjejících se trhů, u podnikových dluhopisů zachováváme neutrální váhu. Tato pozice odráží naše přesvědčení, že akcie nadále hrají ve vyváženém portfoliu prim, aniž by to bylo spojeno s nadměrným rizikem.

ALOKACE AKTIV

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY 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, investičním stupněm)		●	
Podnikové dluhopisy (s vysokým výnosem)	●		
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (tvrdá měna)			●
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (lokální měna)			●
Peněžní trhy		●	
Alternativy		●	
Komodity		●	
Ropa		●	
Zlato		●	

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



Makroekonomický vývoj

Autoři: Andreas Rees, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

1 ECB vyčkává

Centrální banka eurozóny ECB setrvává ve vyčkávacím režimu. ECB se na svém zářijovém zasedání vzdálila dalšímu snížení úrokových sazeb, když vyjádřila menší obavy z ekonomické aktivity. Z oficiální komunikace však vyplývá, že Rada guvernérů není jednotná, pokud jde o rovnováhu rizik inflačního výhledu. Depozitní sazba zůstane podle našeho názoru v dohledné době na úrovni 2 %, rizika ale ukazují na další snížení sazeb během několika příštích čtvrtletí. Protože se nám začíná projevovat nepříznivý dopad cel, oslabuje trh práce, na trhu s ropou je převis nabídky a již došlo k odklonu čínského obchodu do Evropy a reálně hrozí, že ECB ve střednědobém horizontu nenaplní svůj inflační cíl. ECB již ve svých zářijových prognózách počítala s tím, že se inflace v letech 2026 a 2027 ustálí mírně pod 2 %. Nová makroekonomická prognóza, která bude zveřejněna v prosinci, dále osvětlí, zda bude zase o něco pravděpodobnější nedosažení inflačního cíle.

2 Fed pravděpodobně pozastaví snižování sazeb

Fed na svém zasedání 29. října snížil cílové rozpětí pro sazbu federálních fondů o dalších 25 bb na 3,75–4,00 %. Zároveň oznámil, že v prosinci ukončí kvantitativní utahování. Na tiskové konferenci hovořil předseda Fedu Jerome Powell ve výrazně jestřábím tónu, krotil očekávání finančních trhů, pokud jde o další snížení sazeb v prosinci. Podle našeho základního scénáře Fed pozastaví snižování sazeb až do poloviny roku 2026. V příštím roce očekáváme pouze jedno snížení sazeb, tedy méně než finanční trhy. Předpokládáme, že inflace vzroste, zaměstnanost se nepatrně zvýší a hospodářská aktivita bude solidní, k čemuž přispěje snížení politické nejistoty a fiskální injekce na základě „Velkého krásného zákona“. Politický tlak na Fed bude pravděpodobně i nadále intenzivní, máme však za to, že právní nejistota, kromě jiného, zamezí prezidentu Trumpovi v zásadním ovlivňování měnové politiky, ať už prostřednictvím personálních změn, nebo jinými prostředky.

3 Obchodní dohoda mezi USA a Čínou: Krátkodobá stabilizace, dlouhodobý rozchod

Americký prezident Donald Trump a čínský vůdce Si Ťin-pching na svém setkání 30. října v Jižní Koreji nastílnili jednoletý rámec, který by se mohl změnit v širší a finální obchodní dohodu. Dokud nebudou zveřejněny podmínky v písemné podobě, jde spíš o předběžné příměří než o trvalý mír. Prezident Trump uvedl, že USA sníží clo na čínské zboží zavedené ve spojení s fentanylem z 20 % na 10 %. Peking na oplátku zpřísní podmínky pro vývoz chemických prekurzorů fentanylu, o rok odloží nově oznámené kontroly vývozu prvků vzácných zemin a zvýší nákupy zemědělských produktů. Podle našeho názoru přináší balíček určitou úlevu, nejde však o zásadní změnu. Mírné snížení amerických cel vede jen k dílčímu snížení nákladů, celková dovozní cla USA však zůstávají vysoko nad úrovní před obchodní válkou. S odkladem nových omezení vývozu vzácných zemin odpadá bezprostřední hrozba pro dodavatelský řetězec USA a dalších průmyslových zemí, je to však dočasný a vratný krok. Z krátkodobého hlediska částečná obchodní dohoda stabilizuje světový obchod a zamezuje další eskalaci. Průmyslové země díky tomu získávají čas na zajištění kriticky důležitých nerostných surovin z jiných zdrojů než z Číny a kultivování alternativních trhů. Z dlouhodobého hlediska však strategické napětí mezi USA a Čínou přetrvává. Základní třecí plochy, jako jsou americké kontroly výkonných čipů, omezení týkající se kritických technologií a geopolitická rivalita, zůstávají nevyřešeny. Nadále tak směřujeme ke strukturálnímu vzdalování namísto obnovení starých pořádků před Trumpem 2.0.



Dopad umělé inteligence na růst HDP USA v krátkém období

Autor: Daniel Richard Vernazza

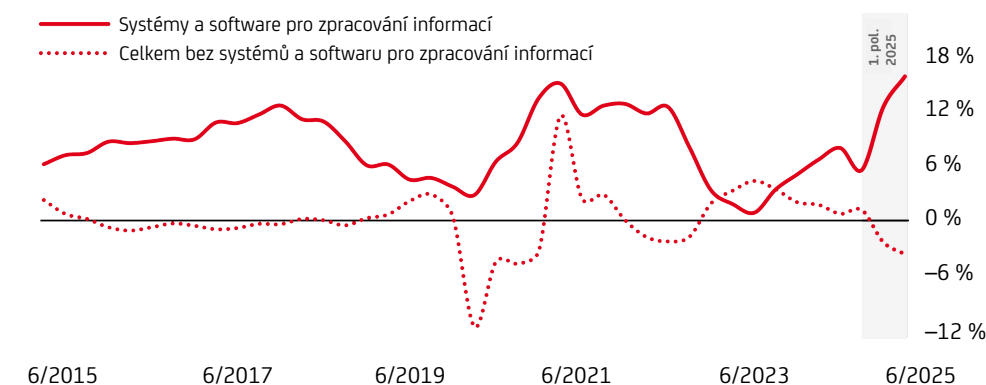
V USA vidíme v poslední době velký rozmach investic spojených s AI. V 1. pololetí roku 2025 vzrostly reálné podnikové investice do systémů zpracování informací meziročně o 35 %, investice do softwaru pak o 23 %. Tyto dvě kategorie související s AI představují asi 30 % celkových podnikových investic, vysvětlují však veškerý růst úhrnných podnikových investic v 1. pololetí roku 2025. Někteří komentátoři přímo poukázali na to, že na základě 4% váhy těchto dvou kategorií investic souvisejících s AI v HDP přispěly k reálnému anualizovanému růstu HDP v 1. pololetí 2025 o 1,6 % 1,1procentním bodem, tzn. z více než 70 %!

Tato aritmetika je sice pozoruhodná, ale příliš zjednodušená. Velká část investic do kategorií souvisejících s AI se totiž dováží. Dovoz výrobků souvisejících s AI v 1. pololetí 2025 skutečně prudce vzrostl, částečně kvůli předzásobením před zavedením nových cel. Například dovoz digitálních procesorů do USA vzrostl v 1. pololetí 2025 meziročně o víc než 400 %. Vyšší dovoz snižuje růst HDP, protože nejde o domácí výstup.

Rovněž po započtení dovozu je však patrné, že investiční boom v oblasti AI je motorem růstu amerického HDP. Může také pomoci vysvětlit neobvyklou situaci pozoruhodné odolnosti hospodářského růstu v současném prostředí slabých dat z trhu práce. Produktivita práce (měřená jako reálný HDP na odpracovanou hodinu) v poslední době prudce vzrostla; částečným vysvětlením je možná to, že firmy investicemi do AI nahrazují hledání nových pracovních sil, zejména v době významně nižší imigrace. Říjnová běžová kniha tuto úvahu nepřímo podporuje, jelikož uvádí, že „více zaměstnavatelů reportovalo snížení počtu zaměstnanců jejich propuštěním a odchodem, přičemž dotazované subjekty uvádějí slabší poptávku, vyšší ekonomickou nejistotu a v některých případech zvýšené investice do technologií umělé inteligence“.

Ačkoli očekáváme, že se AI technologie pozitivně odrazí v dlouhodobém růstu produktivity, jsme skeptičtí k tomu, že současné investice již produktivitu zvyšují. Růst produktivity vykazuje ve čtvrtletních výkazech vysokou volatilitu a historie technologických revolucí nám říká, že určitou dobu (roky) trvá, než technologie najde své využití a pozitivní síťové externality a promítne se do produktivity. Proto se v současné době kloníme k tomu, že je aktuální slabý trh práce dočasným faktorem a že se počet pracovních míst opět zvýší, jakmile se sníží politická nejistota (nebo jakmile se firmy na tuto nejistotu adaptují). Uvolnění finanční podmínky a pobídky obsažené ve „Velkém krásném zákoně“, který byl schválen na začátku července, by mezitím měly podpořit pro další investice a agregátní poptávku.

GRAF 1.1: INVESTIČNÍ BOOM SPOJENÝ S AI V USA
 REÁLNE PODNIKATELSKÉ FIXNÍ INVESTICE V USA, V % R/R



Zdroj: BEA, Investiční institut společnosti UniCredit





Vývoj na trhu

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

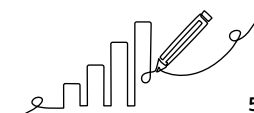
Šum...

Uzavření vládních úřadů v USA a obnovení obchodního napětí mezi USA a Čínou přispěly k zachování zvýšené ekonomické a geopolitické nejistoty. Očekávání investorů ohledně uvolňování měnové politiky Fedu zůstávají optimistická, což podpořily i lepší údaje o inflaci v USA za září, a výnos desetiletého státního dluhopisu setrvává kolem 4 %. Také výnosy na evropských státních dluhopisech jsou nižší než před měsícem. Po krátké přestávce nám pokračuje rally na akcích, opírá se teď o další silnou výsledkovou sezonu; americké akciové indexy díky tomu vystoupaly na nová historická maxima. Na devizovém trhu si americký dolar vzal zpět část ztrát vůči jiným měnám.



... a signál

Trhy hledají jasnější signály ohledně dopadu cel na světové ekonomiky a dalších kroků Fedu. Situaci aktuálně komplikuje uzavření amerických úřadů a z toho vyplývající chybějící data. Pokud se údaje z USA, zejména ty, které se týkají trhu práce, příliš nezhorší, trhy pravděpodobně nepatrně zmírní svá očekávání, pokud jde o snížení sazeb ze strany Fedu. To by mohlo vést ke korekci výnosů na státních dluhopisech. Vývoj na akciových trzích má zdravé základy, hlavním zdrojem optimismu je nadále růst zisků. Do centra pozornosti se vzhledem k nárůstu míry prodlení se splátkami a nedávných údajů o nesplácených úvěrech v USA dostal úvěrový trh. Ačkoli se nedomníváme, že jde o systémové riziko, aktuálně nízké úvěrové spready pravděpodobně vzrostou. V oblasti komodit očekáváme, že se bude cena ropy vlivem amerických sankcí a převisu nabídky pohybovat do strany. Zlato po impozantní rally částečně ztratilo na lesku. Stále se však může opřít o pozitivní strukturální faktory, díky nimž se pravděpodobně jeho cena v dalších měsících udrží nad úrovní 4000 USD/oz.



Akcie

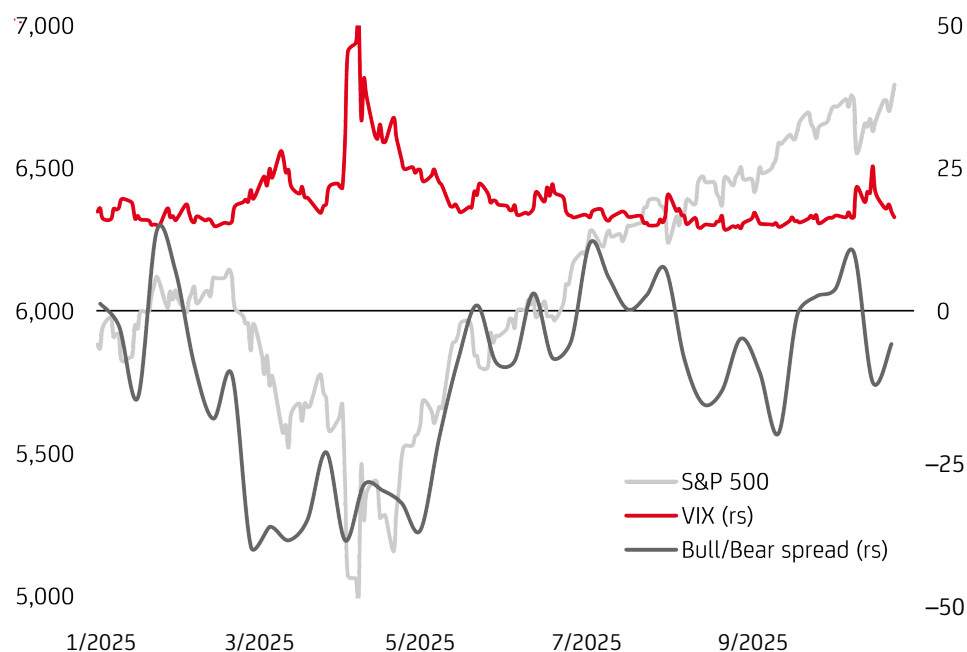
Akcie si i přes říjnovou volatilitu drží své úrovně

Na globálních akciových trzích pozorujeme na začátku 4. čtvrtletí 2025 kombinaci odolnosti a opatrnosti. Po silné letní rally vidíme na akciových indexech v posledních týdnech četné výkyvy, které investorům připomínají, že se volatilita může přihlásit o slovo i ve fundamentálně příznivém prostředí. Nedávná nestabilita byla do značné míry přizhivena obnoveným obchodním napětím a obavami ze tří kreditních událostí týkajících se regionálních amerických bank – to na trhy přineslo jistou nepohodu. Jenže nová rekordní hodnota na indexu S&P 500 z konce října podtrhuje fundamentální sílu trhu a přetrvávající důvěru v hospodářský vývoj a růst zisků.

Pokud jde o **americké akcie**, index S&P 500 vystoupal 28. října na nové historické maximum. Pokles téměř o 3 % během jediného dne před dvěma týdny – nejprudší od 10. dubna, kdy trhy otřásl Trumpův „Den osvobození“ – byl vyvolán obnovenými třenicemi v hospodářských vztazích mezi USA a Čínou a ještě větší politickou rétorikou z obou stran. Tento pokles měl však jen krátkodobý charakter. Investoři se rychle oklepali díky dobrému začátku výsledkové sezony za 3Q25, holubičím signálům z Fedu a znatelnému zmírnění politického tónu po počátečních hrozbách dalšími cly. Výsledková sezona se v rámci indexu S&P 500 odvíjí velmi dobře: Přibližně 87 % společností z indexu S&P 500, které již oznámily své výsledky, překonalo očekávané zisky – to je výrazně nad desetiletým průměrem 75 %. Růst pohánějí zejména sektory financí a technologií. Od začátku roku index přidal víc než 15 %, protože americká ekonomika nadále nabízí pozitivní vyhlídky. Ocenění je sice vyšší, zůstává však hluboko pod extrémními hodnotami z éry dotcom bubliny, kdy euforie investorů absolutně nekorespondovala s reálnými zisky.

GRAF 2.1: VÝKYVY V SENTIMENTU VLIVEM ZVÝŠENÉ VOLATILITY

AII BULL-BEAR SPREAD PADÁ DO ZÁPORNÝCH HODNOT, VIX KRÁTCE STOUPÁ NAD 25



Zdroj: AII, LSEG, Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Nálada investorů se od poloviny září postupně zlepšuje, o čemž svědčí i to, že AAll Bull-Bear Spread vystoupal 9. října na 10,2 %, nejvyšší hodnotu od začátku července. Následný pokles na -12,4 % o pouhý týden později signalizoval návrat k opatrnosti, který ale vystřídal nárůst ukazující na zotavení sentimentu (viz graf 2.1). Křehkost jinak robustní výkonnosti na akciových trzích odráží také vývoj indexu volatility CBOE (VIX). Index nejprve 16. října vzrostl nad 25, poté ale znovu klesl (viz graf 2.1), což reflektuje uklidnění atmosféry mezi investory. Navzdory poklesu zůstává VIX lehce nad svým padesátidenním klouzavým průměrem, na trzích proto přetrvává nepatrně zvýšené vnímání rizika. Vývoji celého trhu opět dominuje omezený počet růstových akcií s velkou kapitalizací, což vyvolává otázky ohledně udržitelnosti a zvyšuje riziko krátkodobé volatility.

Evropské akcie se v posledních týdnech obchodovaly stabilněji. Index Euro STOXX 50 zůstává poblíž svého historického maxima vlivem lepších makro dat a optimismu investorů stran fiskálních výdajů na infrastrukturu. Od začátku roku index přidal již téměř 16 %. Růst zisků v Evropě zůstává nerovnoměrný, ukazuje to spíše na rozdíly mezi sektory než na celkově slabé prostředí. Průmyslová odvětví zaměřená na vývoz, zejména automobilový a průmyslový průmysl, se potýkají s nepříznivými dopady obchodních třenic a kolísajícími kurzy měn; posílení eura vůči dolaru v poslední době nepříznivě ovlivnilo tržby generované v USA. Domácí sektory vykazovaly větší odolnost, zájem investorů přitahovala vzhledem ke stabilní spotřebitelské poptávce, fiskálními programům infrastrukturních investic a zlepšení úvěrových podmínek zejména odvětví související se spotřebou, zdravotnictvím, veřejnými službami a financemi. Zájem je rovněž o akcie luxusních společností, protože dobré výsledky lídrů v tomto segmentu pomohly kompenzovat celkovou cyklickou slabost. Přestože se výhled zisků nepatrně zlepšil, dynamičtější oživení bude pravděpodobně vyžadovat zmírnění obchodního napětí a pevnější makroekonomickou půdu pod nohama, což očekáváme v roce 2026. Mezi nepříznivé faktory nadále patří politická nejistota v klíčových evropských ekonomikách, zejména ve Francii, a geopolitická rizika v širším pojetí.

Rozvíjející se trhy v říjnu rovněž pokračovaly ve svém robustním vývoji a od začátku roku tak vykazují vysokou výkonnost. Index MSCI EM od počátku roku vzrostl téměř o 30 % a výrazně tím překonal rozvinuté trhy. Růst se opírá o silné zisky, slabší americký dolar a zájem investorů o regiony s nižším oceněním. Ústřední silou rozvíjejících se trhů zůstává Asie, která těží z investic spojených s AI a příznivého demografického vývoje, regionální rozdíly a geopolitická rizika však vyžadují selektivní a disciplinovaný investiční přístup.

Na akcích zachováváme konstruktivní **výhled**. V USA by pokračující hospodářská expanze, klesající sazby a robustní růst zisků měly ve střednědobém horizontu podporovat další růst, i když vyšší ocenění a politická nejistota mohou zmírnit dynamiku tohoto vývoje. Konsenzus počítá s 15% nárůstem zisků firem z indexu S&P 500 v roce 2026, my to ale považujeme za příliš optimistické a očekáváme růst kolem 11 %. V Evropě by stabilní růst zisků a zlepšující se čísla hospodářského růstu měly být základem solidního nárůstu cen akcií, byť klíčová je tu stále větší dynamika oživení zisků firem – podle našeho názoru by růst zisků měl v roce 2026 dosáhnout asi 8 %. Podle našeho odhadu index S&P 500 dosáhne do poloviny roku 2026 hodnoty 7200 bodů, index Euro STOXX 50 by pak měl posílit na 5900 bodů. Na rozvíjejících se trzích zůstává makroekonomické prostředí celkově příznivé.

Cenné papíry s pevným výnosem

Státní dluhopisy: Křehká rally

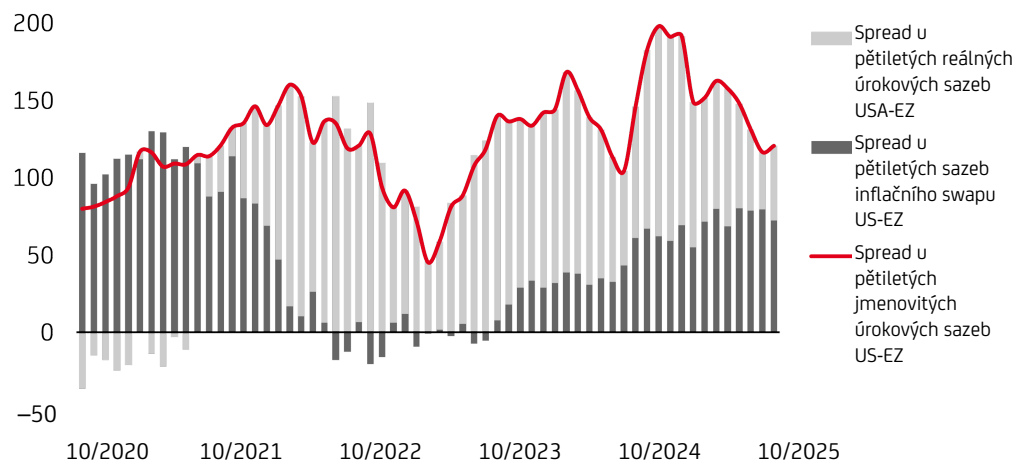
Státní dluhopisy na celém světě v poslední době rostly kvůli opětovnému obchodnímu napětí mezi USA a Čínou, uzavření veřejných úřadů v USA (spolu s následným nedostatkem zveřejňovaných údajů) a aktuálním obavám o stav amerických regionálních bank. Očekávání trhu ohledně cyklu uvolňování měnové politiky ze strany Fedu mají ve stále větší míře holubičí charakter, přičemž forwardové sazby OIS počítají se sazbou kolem 3 % do konce roku, výnosy z UST jsou pak asi o 10 bb niž než před měsícem.

Výnosy z EGB rovněž klesly a křivky se obecně zplošťují. Výnos z desetiletých Bundů klesl téměř o 15 bb ke 2,60 %. Úspěšné uzavření dohody mezi opakovaně jmenovaným francouzským premiérem a Socialistickou stranou o rozpočtu pro rok 2026 vedl k růstu cen francouzských státních dluhopisů, spread mezi desetiletými OAT-Bundy se snížil na 75 bb. Italské státní dluhopisy (BTP) si v posledních několika týdnech drží svou hodnotu, spread mezi desetiletými BTP a Bundy klesl pod 80 bb. Solidní poptávka drobných investorů po nově emitovaných BTP Valore naznačuje, že má tato kategorie investorů stále chuť absorbovat nové emise italských dluhopisů.

Výnosy státních dluhopisů v USA a eurozóně se v posledních několika měsících sbližují. Spread výnosů z pětiletých OIS mezi USA a EZ nyní činí 120 bb, to je o 80 bb méně než na začátku roku. Sazby inflačních swapů se v posledních několika týdnech snížily, což odráží pokles cen komodit. Rozdíl mezi USA a eurozónou zůstává stabilní. Maximálně můžeme hovořit o jeho zvětšení. Na druhou stranu se rozdíl v reálných sazbách od začátku roku výrazně snížil, a to téměř o 100 bb, a nyní se blíží 50 bb, což znamená nejnižší úroveň od konce roku 2021. Podle našeho názoru to odráží obavy z obchodní války a hospodářského růstu v USA a zejména rozdílné trajektorie měnové politiky.

GRAF 2.2: CO STOJÍ ZA SNÍŽENÍM VÝNOSOVÉHO SPREADU NA OIS MEZI USA A EZ?

REÁLNÉ SAZBY A INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ V USA A EUROZÓNĚ



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Ačkoli ekonomická a geopolitická nejistota jsou pro státní dluhopisy stále živnou půdou, máme za to, že současná rally nemá pevné základy a reálně hrozí korekce směrem vzhůru. Očekáváme, že výnosy z amerických federálních dluhopisů porostou v důsledku robustních makro dat z USA, EGB pak pravděpodobně půjdou v jejich šlépějích. Pokud jde o tvar křivek, u EGB očekáváme, že se napřímí, v USA se naproti tomu pravděpodobně na tvaru nic nezmění.

Podnikové úvěry: Systémové riziko v nedohlednu

V souvislosti s rostoucími obavami na úvěrovém trhu v USA byla výkonnost evropských podnikových úvěrů v posledních několika týdnech smíšená. Zatímco rizikové prémie zůstaly u podniků investičního stupně mimo finanční sektor stabilní, spready u podniků z finančního sektoru a podniků emitujících dluhopisy s vysokým výnosem se mírně rozšířily. Zprávy o středně velkých amerických bankách a poskytovatelích úvěrů na automobily, kteří se potýkají s problémy vyvolanými informacemi o nesplácených úvěrech, podvodných dlužnících a soudních procesech, vyvolaly mezi investory určité obavy, i když reakce trhu byla spíš vlažná. Jak ukazuje náš graf, míra nesplácených úvěrů na automobily v USA v posledních měsících prudce vzrostla na úroveň, které jsme viděli naposledy v roce 2020, a blíží se k hodnotám, které byly naposledy zaznamenány v letech 2008–2009. Odráží to neochotu podniků i domácností zvyšovat výdaje na zbytečné zboží a služby kvůli dlouhodobě vysokým úrokovým sazbám.

Objevují se obavy, že nemusí jít o ojedinělé případy, ale o projevy hlubších problémů. V tuto chvíli nepředpokládáme, že by tato situace přerostla v systémový problém, protože míra nesplácených úvěrů v dalších segmentech dluhového trhu v USA, jako jsou komerční nemovitosti (CRE) a úvěry na kreditních kartách (viz graf 2.3), je nízká; likvidita v systému zůstává dostatečná a trh očekává, že Fed v nadcházejícím měsíci uvolní svou politiku. Budeme to však nadále sledovat. Čísla reportovaná americkými a evropskými bankami v rámci výsledků za 3. čtvrtletí 2025 potvrzují stabilní kvalitu aktiv a poslední případy považujeme za ojedinělé a související s rizikovějšími obchodními modely.

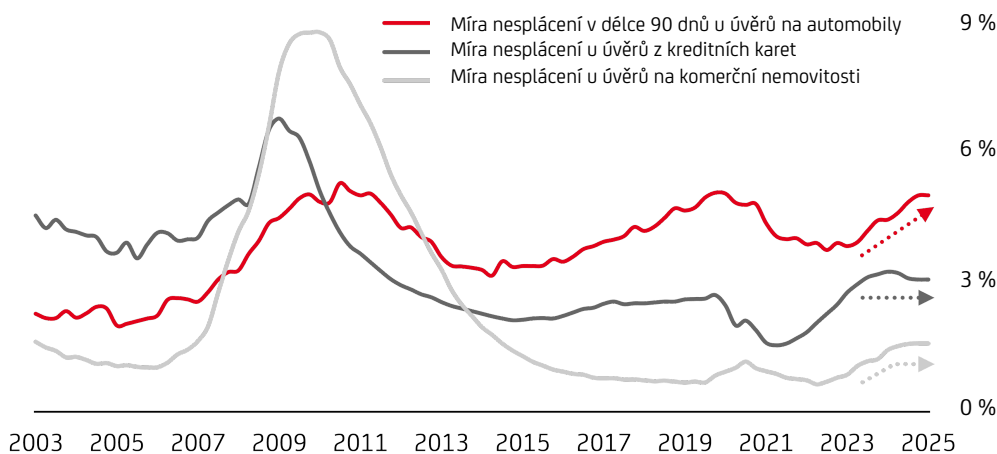
Situaci komplikuje a znepřehledňuje rostoucí objem úvěrů mířící z tradičního bankovního sektoru do nebankovních finančních institucí (NBFI). To má dva důsledky: zaprvé, banky stále častěji poskytují financování fondům poskytujícím nebankovní půjčky, aby se tak mohly zapojit do rizikovějších úvěrových aktivit, a zadruhé, existují obavy, že ukazatele kvality aktiv vykazované bankami nemusejí plně odrážet fundamentální 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) jsou naopak náchylnější k šíření napříč ekonomikou.

V nadcházejících týdnech proto nadále uvidíme mírnou korekci směrem nahoru u spreadů dluhových nástrojů podniků s investičním i neinvestičním stupněm, ačkoli klíčovým zdrojem výnosů zůstávají pravidelné příjmy z držby těchto nástrojů. 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: MÍRY NESPLÁCENÝCH ÚVĚRŮ NA AUTOMOBILY, NA KREDITNÍCH KARTÁCH A NA KOMERČNÍ NEMOVITOSTI

MÍRA NESPLÁCENÝCH ÚVĚRŮ NA AUTOMOBILY PRUDCE VZROSTLA, U KOMERČNÍCH NEMOVITOSTÍ A ÚVĚRŮ NA KREDITNÍCH KARTÁCH VŠAK ZŮSTÁVÁ NA NÍZKÉ ÚROVNI (V %)



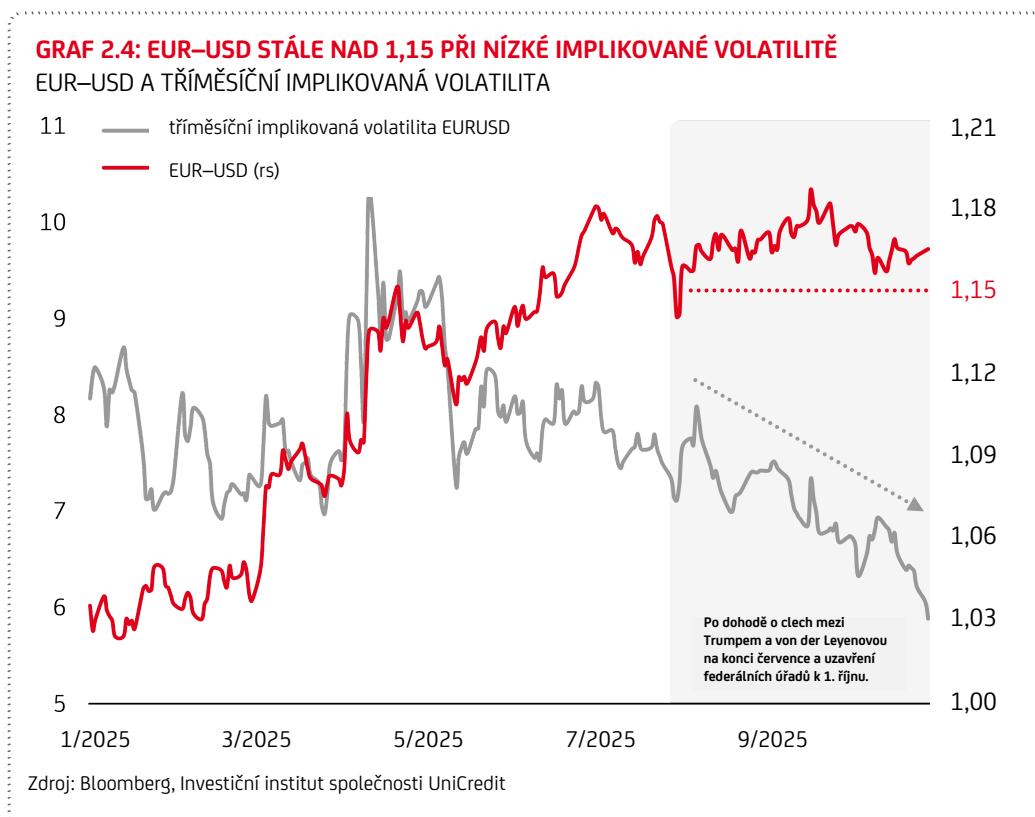
Zdroj: FRED, Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

DEVIZOVÝ TRH

EUR–USD: Robustnost bez jasného směru

Na devizovém trhu EUR–USD ustoupil z maxima 1,1919, kterého dosáhl po zářijovém zasedání FOMC, na němž Fed snížil sazby o 25 bb do pásma 4,00–4,25 %. Vzhledem k absenci nových fundamentálních faktorů, z velké části v důsledku uzavření federálních úřadů, se rally na tomto páru zastavila, přičemž ani jedné z měn nepomohly efekty vyššího kurzu USD–JPY kvůli politickému vývoji v Japonsku. Pár EUR–USD opět prokázal svou robustnost, když prodejní tlak těsně pod úrovní 1,1550 polevil. Zároveň však hrozí, že pár zůstane zaseknutý v zemi nikoho nad úrovní 1,16, přestože předseda Fedu Jerome Powell si ponechal pootevřené dveře k dalšímu uvolnění měnové politiky. Implikovaná volatilita tak zůstává nízká, zejména ve srovnání s prudkým nárůstem po dubnovém „Dni osvobození“, jak to vidíme na dalším grafu. Implikované riziko na opčním trhu se vrátilo nad nulu, což naznačuje, že trh zůstává stále obezřetný, pokud jde o pokračování cenového odrazu na EUR–USD.

Vzhledem k tomu, že nás čeká další uvolňování ze strany Fedu, zatímco ECB by měla setrvat na současné úrovni 2,00 %, zachováváme na EUR–USD lehce býčí výhled. Cenový vývoj navíc stabilně ukazuje, že investoři až doposud považovali každý pokles EUR–USD spíše za příležitost k nákupu za výhodnější ceny než za skutečný obrát v trendu. Komplikuje se ale případné dosažení námi očekávané úrovně 1,20 do konce roku, což by vyžadovalo sérii slabších makro dat z USA, především z trhu práce, které by páru EUR–USD dodaly na dynamice. V opačném případě bude pravděpodobně pokračovat konsolidace na současných úrovních.



Komodity

Ropa

Trhy s ropou se musejí vypořádat s protikladnými narativy a zamlženým výhledem. Mezinárodní energetická agentura (IEA) nadále predikuje značný převis nabídky ve výši přibližně 2,3 milionu tun denně v roce 2025 a až 4 miliony tun denně v roce 2026, OPEC naproti tomu očekává celkově rovnovážnou situaci. Od dubna OPEC+ postupně zvyšuje těžbu, ukončuje dobrovolná omezení těžby, která započala koncem roku 2023, a pokračuje ve své strategii zaměřené na opětovné získání podílu na trhu. Nedávný růst ceny ropy Brent z předchozích minim podtrhuje zvýšené obavy trhu z dopadů sankcí uvalených Spojenými státy na Rusko. Tyto sankce vedly čínské státní ropné společnosti k pozastavení nákupů ruské ropy a indické rafinerie, které jsou hlavními odběrateli ruské ropy dopravované po moři, pak podle zdrojů z odvětví plánují výrazné snížení odbytu – to ukazuje na napjatější nabídku, pokud se neukážou alternativní odběratelé ruské ropy. To může cenám poskytnout další podporu, nárůst zásob a slabá poptávka na druhou stranu naznačují, že další růst cen ropy bude v nejbližší době omezený. Převis nabídky povede pravděpodobně k udržení cen na nízké úrovni po celý rok 2026, pokud nedojde k překvapivému zotavení poptávky nebo pokud OPEC+ výrazně nezmění svou politiku. Zůstáváme proto u naší prognózy ceny ropy ve výši 65 USD za barel do konce letošního roku.

Zemní plyn

Evropské zásoby zemního plynu dosáhly (směrem dolů revidovaného) 80 % cílové hodnoty před koncem září. To uklidnilo napětí na trhu po náročném období doplňování zásob na začátku léta. TTF se od té doby obchoduje v úzkém pásmu 31–33 EUR/MWh. Navzdory tomuto klidnějšímu výhledu na straně nabídky v blízké budoucnosti vidíme větší šance na růst ceny než na její pokles, pokud se ukáže, že letošní zima bude opět chladnější, nebo pokud dojde k vyhrocení geopolitického napětí s Ruskem nebo na Blízkém východě. Na základě současného výhledu nabídky a poptávky očekáváme ve 4. čtvrtletí 2025 stabilní cenový vývoj a do konce roku potvrzujeme naši prognózu ceny kolem 33 EUR/MWh. V roce 2026 pak očekáváme mírný meziroční pokles průměrných cen TTF na 30–35 EUR/MWh, a to vzhledem k výraznému nárůstu dodávek plynu na trh, především z Kataru a USA. Výraznější pokles cen TTF neočekáváme, protože je pravděpodobné, že Evropa ukončí zimní topnou sezonu 2025–2026 s ještě nižšími zásobami, než jaké měla na konci období 2024–2025, a to kvůli nižším zásobám na začátku topné sezony. Současný výhled pro zemní plyn se proto stabilizoval, volatilita se však může na trhy kvůli relativně nízkým zásobám rychle vrátit.

Zlato

Ceny zlata v poslední době korigovaly svůj vývoj a z rekordních hodnot klesly téměř o 6 % asi na 4000 USD za unci poté, co se na začátku tohoto měsíce přiblížily hodnotě přibližně 4400 USD. Navzdory tomuto poklesu cena zlata od začátku roku vzrostla asi o 50 %, a to díky přetrvávajícím fiskálním obavám v USA, rozsáhlým nákupům centrálních bank a očekávání dalšího snížení sazeb ze strany Fedu. Domníváme se, že za nedávným oslabením je výběr zisků, posílení dolaru a zmírnění geopolitického napětí v důsledku pokroku v obchodních jednáních mezi USA a Čínou. Příliv prostředků do ETF fondů neustává a absorbuje značnou část globální nabídky, centrální banky současně pokračují v diverzifikaci rezerv od státních dluhopisů. Zároveň počítáme s krátkodobou volatilitou, která bude odrážet nárůst spekulativních pozic, strukturální faktory se pravděpodobně nezmění. Zachováváme konstruktivní výhled a předpokládáme, že se zlato bude do konce roku 2025 obchodovat převážně v pásmu 4000–4300 USD za unci.

Není dění kolem AI poněkud přitažené za vlasy?

Autor: Christian Stocker

Vlna transakcí a partnerství z poslední doby posílila obavy, že boom AI může být živen úzce propojenými obchodními transakcemi.

- Začátkem října společnost Nvidia oznámila, že plánuje investovat až 100 miliard dolarů do OpenAI, a tím financovat rozsáhlý projekt datových center.
- Společnost OpenAI se na oplátku zavázala vybavit tato zařízení miliony čipů Nvidia – tento krok je kritizován pro svou cirkulární povahu.
- Jen o týden později uzavřela společnost OpenAI podobné partnerství se společností AMD.
- V polovině října pak konsorcium investorů – včetně společností BlackRock, Microsoft a Nvidia – zveřejnilo plány na převzetí jednoho z největších světových provozovatelů datových center téměř s 80 zařízeními v hodnotě 40 miliard USD, jehož cílem je zajištění kritické výpočetní kapacity pro vývoj AI.

Nikdy předtím nebylo v tak krátké době investováno tolik peněz do technologie, která navzdory svému obrovskému potenciálu zůstává z velké části neprověřeným zdrojem zisku. Takovýto rozsah aktivit vyvolává nové obavy, že boom AI je uměle udržován při životě stále složitějšími a propojenějšími mezipodnikovými vztahy. Podle našeho názoru je současná míra koncentrace potenciálně rizikovým faktorem.

Sedmička největších firem má v indexu S&P 500 váhu již 35 %. To jen podtrhuje naše přesvědčení o potřebě diverzifikovat – i když jsme si vědomi toho, že přední technologické společnosti stále nabízejí atraktivní investiční příležitosti.

Tento vývoj a pokračující vzestup předních technologických společností v oblasti AI vedl k tomu, že se investoři začali obávat, zda se vývoj kolem AI nepřeceňuje. Některé prvky chování investorů a cenotvorby jsou shodné s předchozími bublinami, včetně nárůstu absolutních ocenění, vysoké tržní koncentrace, rostoucí kapitálové náročnosti předních společností a vzniku dodavatelského financování (kdy dodavatelé poskytují zákazníkům finanční prostředky nebo úvěry, aby si tím zajistili odbyt vlastních výrobků).

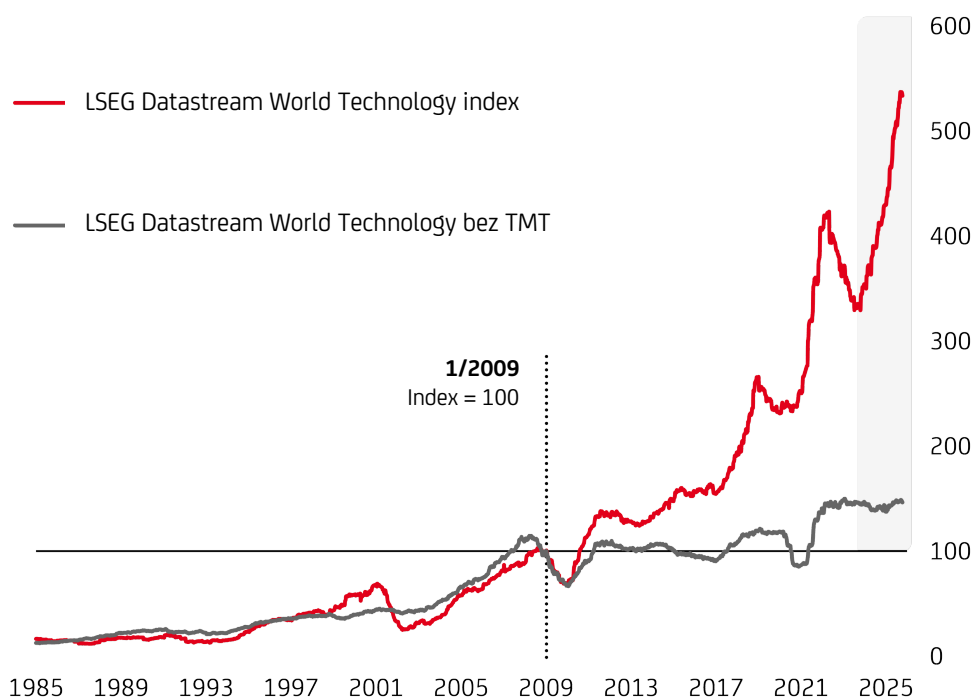
Domníváme se však, že technologické odvětví nadále podporuje kapitálové výdaje na umělou inteligenci ze dvou důvodů:

- Zaprvé, aplikace AI v praxi zvyšuje produktivitu.
- Zadruhé, tento způsob zvýšení produktivity vyžaduje značný výpočetní výkon, zejména proto, že velikost modelů roste daleko rychleji, než klesají náklady na výpočetní úkony a energii.

Abychom mohli posoudit, zda jsou tyto obavy oprávněné, musíme vzít v úvahu současnou fundamentální situaci. Technologické společnosti přitahovaly investory primárně kvůli rychlému a setrvalému růstu zisku, nešlo o iracionální spekulace na budoucí růst.

Od roku 2023, kdy se příběh AI rozběhl naplno, vzrostly reportované zisky amerických společností spojených s AI o 130 % (aktuální čistá zisková marže pak dosahuje téměř 32 %), přičemž globální technologické společnosti vykázaly růst o 51 % a zisky globálního trhu, s výjimkou společností z oblasti TMT, za stejné období stagnují.

GRAF 2.5: ZISKY TECHNOLOGICKÝCH SPOLEČNOSTÍ NEUVĚŘITELNĚ RYCHLE ROSTOU
 DVANÁCTIMĚSÍČNÍ KLOUZAVÝ PRŮMĚR ZISKU NA AKCII (USD), S HODNOTOU INDEXU 100
 V LEDNU 2009



Zdroj: LSEG Datastream, Worldscope, Investiční institut společnosti UniCredit

Rychlý růst zisků byl klíčovým faktorem nedávného růstu cen. To je sice uklidňující, protože to odráží solidní fundamenty, zároveň to však ukazuje, že současná rally je do značné míry závislá na pokračující ziskové výkonnosti. Většina akciových trhů je v současné době z historického hlediska oceněna nadprůměrně. Tento nárůst ocenění se na druhou stranu z velké části opírá o vysokou ziskovost firem a vysokou návratnost vlastního kapitálu.

Spíše než o spekulativní bublině, zejména v oblasti technologií nebo AI, tyto trendy vypovídají o širších makroekonomických podmínkách: přechod k uvolňování měnové politiky po období zvýšených úrokových sazeb, vysoké globální úspory a prodloužený hospodářský cyklus – to vše jsou faktory, které přispívají k příznivému prostředí pro ocenění rizikových aktiv. Přestože jsou trhy kvůli zvýšenému ocenění náchylnější ke korekci v případě oslabení důvěry v hospodářský růst, není pravděpodobné, že by takový pokles byl vyvolán pouze kolapsem v technologickém sektoru.



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
Svět	3,3	3,2	3,0	–	–	–	–	–	–
USA	2,8	2,0	2,1	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	–3,5	–3,4
Německo	–0,5*	0,1*	1,3*	2,2	2,1	1,7	–2,7	–3,0	–3,3
Francie	1,2	0,7	0,9	2,0	1,0	1,2	–5,8	–5,4	–5,0
Itálie	0,5	0,5	0,8	1,0	1,7	1,6	–3,4	–3,2	–2,9
Španělsko	3,4	2,8	1,9	2,9	2,7	2,2	–3,2	–2,5	–2,3
Spojené království	1,1	1,4	1,1	2,5	3,3	2,1	–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	7,0	6,5	6,5	4,4	4,1	4,1	–7,8	–7,6	–7,4

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	4,00	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	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75
BoJ	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Švédsko	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norsko	4,00	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

	30. 10. 2025	4Q25	1Q26	2Q26
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,05	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,00	2,05	2,10	2,10
10Y Bund	2,66	2,75	2,80	2,85
2Y EUR swap	2,15	2,20	2,25	2,25
10Y EUR swap	2,66	2,75	2,85	2,90
Spread mezi 10Y úr. swapem a Bundem	0	0	5	5
2Y BTP	2,19	2,25	2,30	2,30
10Y BTP	3,42	3,65	3,70	3,75
10Y BTP-Bund spread	76	90	90	90
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	4,00	4,00	4,00	3,75
3M OIS SOFR	3,89	3,85	3,81	3,60
2Y UST	3,61	3,75	3,70	3,70
10Y UST	4,09	4,40	4,40	4,40
10Y UST-Bund spread	144	165	160	155

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	30. 10. 2025	4Q25	1Q26	2Q26
EUR–USD	1,16	1,20	1,20	1,21
USD–JPY	154	144	143	142
EUR–JPY	178	173	172	172
GBP–USD	1,32	1,33	1,32	1,32
EUR–GBP	0,88	0,90	0,91	0,92
USD–CNY	7,12	7,13	7,12	7,10
EUR–CNY	8,27	8,56	8,54	8,59

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	30. 10. 2025	Konec r. 2025	Polovina r. 2026
Ropa			
Brent USD/barel	64,5	65	62,5
Aktie			
Euro STOXX 50	5 690	5 750	5 900
STOXX Europe 600	574	580	600
DAX	24 028	25 000	26 500
MSCI Italy	112	114	118
S&P 500	6 822	6 800	7 200
Nasdaq 100	23 581	26 000	27 000
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	73	95	90
iBoxx Banks Senior	67	95	87
iBoxx High Yield NFI	267	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	29. 10. 20	29. 10. 21	29. 10. 22	29. 10. 23	29. 10. 24	29. 10. 20	1. 1. 25
Do	29. 10. 21	29. 10. 22	29. 10. 23	29. 10. 24	29. 10. 25	29. 10. 25	29. 10. 25

AKCIOVÉ INDEXY (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI World (v USD)	39,5	-17,8	10,6	37,4	21,1	111,5	21,1
MSCI Emerging Markets (v USD)	15,6	-31,6	10,3	26,9	28,1	45,8	35,0
MSCI US (v USD)	41,4	-15,7	9,9	42,4	20,1	123,3	18,5
MSCI Europe (v EUR)	42,9	-9,4	8,5	23,6	14,4	98,7	16,6
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	15,6	-29,8	13,4	26,5	26,0	49,8	29,6
STOXX Europe 600 (v EUR)	42,9	-10,8	8,2	24,1	14,8	96,5	16,8
DAX 40 (Německo, v EUR)	35,3	-15,6	11,2	32,4	23,9	108,7	21,2
MSCI Italy (v EUR)	53,2	-10,9	27,2	35,6	30,1	207,1	32,0
ATX (Rakousko, v EUR)	87,8	-18,5	9,6	23,7	36,2	182,4	33,5
SMI (Švýcarsko, v CHF)	30,5	-8,8	-0,5	20,4	5,0	49,1	9,6
S&P 500 (USA, v USD)	41,2	-13,8	10,0	42,0	19,7	126,9	18,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	25,9	-3,9	15,8	29,0	34,5	141,4	31,0
CSI 300 (Čína, v jüanech)	4,7	-25,6	0,6	12,8	24,3	13,2	23,7

INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	-3,9	-17,5	-3,5	9,1	6,2	-11,7	7,7
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	-4,7	-17,4	-4,1	6,7	0,5	-17,8	0,3
Státní dluhopisy EUR 1Y–10Y (iBOXX, v EUR)	-3,4	-16,4	-3,4	8,3	1,9	-12,5	1,3
Podnikové dluhopisy EUR 1Y–10Y (iBOXX, v EUR)	0,0	-15,2	3,2	9,4	4,3	0,5	3,5

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

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	72	244	89	-61	-21	327	-52
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	54	224	82	-45	25	321	22
Státní dluhopisy EUR 1Y–10Y (iBOXX, v EUR)	44	240	91	-67	18	309	18
Podnikové dluhopisy EUR 1Y–10Y (iBOXX, v EUR)	18	370	27	-118	-13	269	-11

SMĚNNÉ KURZY EURA (ZMĚNA V %)

Americký dolar (EUR–USD)	-0,5	-14,2	5,0	1,6	8,0	-0,8	12,0
Britská libra (EUR–GBP)	-6,6	2,1	0,3	-5,0	6,1	-2,9	6,2
Švýcarský frank (EUR–SFR)	-0,7	-6,9	-4,5	-2,0	-1,0	-13,2	-1,4
Japonský jen (EUR–JPY)	8,6	11,5	7,3	4,3	6,9	44,7	8,6

KOMODITY (ZMĚNA V %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	-5,5	-9,4	19,4	37,8	42,3	104,7	50,0
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	42,1	-17,8	-2,5	13,6	11,1	50,6	17,8
Zlato (v USD za ryzí unci)	-5,1	-8,9	19,1	38,5	44,4	112,4	52,3
Ropa (Brent, v USD za barel)	122,9	13,6	-6,7	-21,5	-8,6	65,5	-13,2

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 29. říjnu 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

Christian Stocker

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 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 30. říjnu 2025.