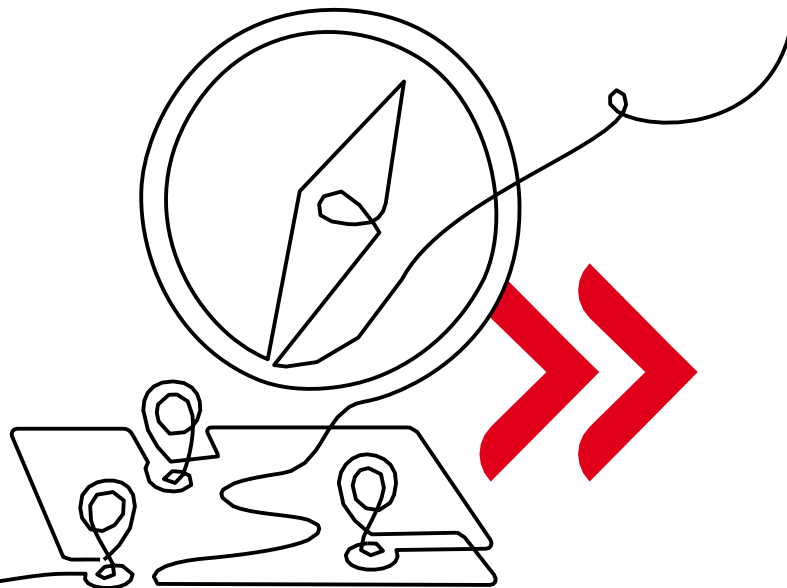


Kontrolní bod

15. července 2026



Obchodování s umělou inteligencí

Prvních šest měsíců tohoto roku opět potvrdilo mimořádnou sílu investičního tématu umělé inteligence. Navzdory válce v Íránu si společnosti působící v oblasti umělé inteligence i nadále udržovaly dominantní postavení na světových akciových trzích, zejména v USA a v několika rozvíjejících se ekonomikách (především na Tchaj-wanu a v Jižní Koreji). Okolnosti obchodování s umělou inteligencí se však proměnily.

Až do loňského roku byli hlavními příjemci této technologické revoluce vývojáři pokročilých modelů a aplikací umělé inteligence. Očekávalo se, že společnosti vyvíjející velké jazykové modely, nástroje generativní umělé inteligence a sofistikované softwarové platformy si zajistí lví podíl na budoucích ziscích. Ve skutečnosti se většina z nich potýká s problémy při zpeněžování svých produktů, zatímco zároveň vynakládá stovky miliard dolarů na budování základní infrastruktury, jako jsou datová centra, rozšiřování cloudových služeb a výkonné výpočetní systémy. Hlavními vítězi se naopak staly firmy dodávající komponenty potřebné ke zvýšení výpočetní kapacity, zejména výrobci polovodičů.

Zatímco ceny akcií čtyř hlavních hyperscalerů, tedy velkých společností z oblasti cloud computingu (Amazon, Meta, Google a Microsoft), v roce 2025 vzrostly o více než 20 %, od začátku tohoto roku se drží víceméně na stejné úrovni. Naopak index polovodičových firem Philadelphia Semiconductor Index letos vzrostl o více než 80 %. Fascinující však je, že tato fáze revoluce v oblasti umělé inteligence se již nezaměřuje výhradně na logické čipy, tedy „mozky“ umělé inteligence, ale stále víc na paměťové čipy, které jinak nejsou již tak v módě. V éře agentní umělé inteligence nabývá paměť stále většího významu, protože agenti musejí uchovávat kontext a informace při plnění různých úkolů a napříč různými interakcemi. Tři nejvýznamnější výrobci paměťových čipů, a to Micron, SK Hynix a Samsung Electronics, zaznamenali od začátku roku nárůst téměř o 200 %.

Zdá se, že nedávná korekce na trhu s umělou inteligencí byla způsobena spíš hledáním vhodné pozice, realizací zisků a obtížemi s udržením velkých pozic v rámci stále více přeplněného trhu než zhoršením základního cyklu umělé inteligence. Ačkoli je na místě opatrnost, silná strukturální poptávka, pokračující nadprůměrný růst zisků a zejména výrazně atraktivnější ocenění podporují náš pozitivní střednědobý výhled pro tento sektor.

Fabio Petti
spolupředseda
Investičního institutu

Edoardo Campanella
ředitel a šéfredaktor
Investičního institutu

NAŠE ALOKACE AKTIV 2**BUDOUCNOST UMĚLÉ INTELIGENCE** 3

Rozhovor s...
Parmy Olson

Téma 1: Tokenizace

Téma 2: Polovodiče jako
základ umělé inteligence

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 7**VÝVOJ NA TRHU** 8

Šum a signál

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

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY 14



Naše alokace aktiv

Autoři: Fabio Petti, Alessandro Caviglia, Erik Haubold, Martin Mayer

TŘÍDA AKTIV	POZN.*	ODŮVODNĚNÍ
Globální akcie	=	Světové akciové trhy jsou i nadále podporovány růstem zisků, odolnou ekonomickou aktivitou a pokračujícími investicemi do umělé inteligence. Vysoké ocenění v některých částech trhu však naznačuje, že pro krátkodobý vývoj trhu budou klíčové výsledky hospodaření a výhledy do budoucna.
Akcie USA	=	Americké akcie i nadále těží ze silného růstu zisků a trvalých investic do oblasti umělé inteligence. Z cyklu investic do umělé inteligence nadále těží zejména společnosti z odvětví polovodičů, i když vysoké tržní ocenění a stále větší očekávání mohou vést k větší volatilitě.
Evropské akcie	=	Evropa nabízí určitý potenciál, že v nadcházejících měsících dožene Spojené státy. Zlepšující se ukazatele růstu, klesající ceny energií a příznivé výsledky hospodaření vytvářejí příznivé podmínky, i když výhled zůstává citlivý na geopolitický vývoj a napětí v globálním obchodu.
Akcie asijsko-pacifického regionu (rozvinuté trhy ¹⁾)	=	Výhled i nadále podporují silné zisky v technologickém sektoru a přetrvávající poptávka po infrastruktuře pro umělou inteligenci. Japonsko těží ze zlepšujících se domácích fundamentů a reformou správy. Trendy v oblasti polovodičů i nadále pohánějí celý region, a to navzdory přetrvávající závislosti na vnějších faktorech.
Akcie rozvíjejících se trhů	+	Rozvíjející se trhy zůstávají naším preferovaným regionem. Růst zisků je díky strukturální poptávce v oblasti umělé inteligence tažen předními výrobci polovodičů na Tchaj-wanu a v Jižní Koreji. Základ pro pozitivní střednědobý výhled představuje atraktivní ocenění a expozice jak vůči technologickému sektoru, tak vůči komoditám.
Globální dluhopisy	=	Celkové termínové prémie na dlouhém konci výnosových křivek státních dluhopisů vyspělých trhů zůstávají na nízké úrovni a nejsou nijak zvlášť atraktivní. Občas se naskytou zajímavé příležitosti u emitentů a měn z rozvíjejících se trhů.
Státní dluhopisy EMU	=	Možnosti dalšího výrazného zpřísnění měnové politiky Evropskou centrální bankou považujeme za omezené: v září očekáváme druhé zvýšení úrokových sazeb a poté dlouhou pauzu. Krátkodobá a střednědobá část křivky nabízí zajímavý výnos s omezeným rizikem durace.
Státní dluhopisy (země mimo EMU)	-	Známa rizika potvrzují náš opatrný postoj k americkým státním dluhopisům: inflace překračovala cíl Fedu již před prudkým nárůstem cen energií, zatímco dluhopisy s delší splatností zůstávají citlivé na rizika spojená s nabídkou a fiskální politikou.
Podnikové dluhopisy (investičního stupně, denominované v eurech)	=	Úvěrové spready se nadále pohybují na spodní hranici historického rozpětí, což nabízí omezený prostor pro růst výnosů. Tato třída aktiv nicméně prokázala odolnost, k čemuž přispěly i pevné fundamentální ukazatele, a to i během nedávné volatilitě na trzích.
Podnikové dluhopisy (s vysokým výnosem)	-	Vezmeme-li v úvahu pozitivní korelaci s akciovými trhy v případě korekce, současné spready nenabízejí významný výnos očištěný o riziko.
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (tvrdá měna)	=	Po několika čtvrtletích stabilních výsledků došlo k poklesu potenciální výnosnosti. Tato třída aktiv nadále citlivě reaguje na výkyvy výnosů amerických státních dluhopisů, zejména u dluhopisů s delší splatností.
Dluhopisy rozvíjejících se trhů (lokální měna)	+	Zlepšující se úvěrové ukazatele emitentů a náš názor, že k oslabení amerického dolaru bude docházet spořádaně a postupně (což je podpořeno změnami v alokaci globálních rezerv a slábnoucí výjimečností USA), posilují naši důvěru v příznivý výhled této třídy aktiv.
Peněžní trhy	=	Vzhledem k tomu, že tato třída aktiv nabízí omezený potenciál reálného výnosu, zachováváme neutrální postoj. Peněžní trhy slouží jako bezpečnostní polštář v době turbulencí na trhu a jako zdroj financování pro navyšování akciových pozic.
Alternativy	=	Alternativní strategie i nadále přinášejí výhody plynoucí z diverzifikace. Atraktivnější cyklické příležitosti ve vybraných tradičních třídách aktiv však v současné době omezují argumenty pro větší nadvážení v portfoliu.
Bitcoin	=	S ohledem na kolísavé toky ETF, omezenou likviditu a politickou nejistotu se bitcoin i nadále pohybuje stabilně v obvyklém rozmezí. Navzdory přetrvávající korelaci s rizikovými aktivy je konstruktivní střednědobý výhled podporován příznivou dynamikou na straně nabídky a rostoucím zájmem institucionálních investorů.
Komodity	=	Komoditní trhy jsou i nadále ovlivňovány měnící se dynamikou na straně nabídky, geopolitickým vývojem a nerovnoměrnými trendy v poptávce. Po období volatilitě vidíme vyváženější výhled pro zlato a ropy, což hovoří ve prospěch neutrální pozice.
Ropa	=	Geopolitické napětí se sice možná zmírnilo, což tlačí ceny dolů, ale riziko eskalace přetrvává. I když přetrvává také krátkodobá nejistota, doplňování zásob a nižší rizikové prémie by měly přispět k obnovení rovnováhy na trhu.
Zlato	=	Vyšší reálné výnosy a restriktivní politika Fedu omezují krátkodobý růstový potenciál. Nákupy centrálních bank, poptávka po diverzifikaci a geopolitická nejistota však představují strukturální podporu, díky níž si zlato zachovává svou roli jako zajišťovací nástroj v portfoliu.

¹⁾ Rozvinuté trhy: Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur (k 13. červenci 2026)

* Pozice: **+** Zvýšení váhy v portfoliu (nadvážení); **=** Neutrální; **-** Snížení váhy v portfoliu (podvážení)





Budoucnost umělé inteligence

Autor: Edoardo Campanella

Ředitel a šéfredaktor investičního institutu



Rozhovor s... Parmy Olson

Novinářka pro Bloomberg Opinion specializující se na technologie a autorka knihy „Supremacy: AI, ChatGPT and the Race That Will Change the World”



Rozhovor s ní proběhl loni v létě v rámci naší série webinarů „Knihy k zamyšlení...“. Níže je uveden upravený výňatek z přepisu. Záznam najdete [zde](#).

Edoardo Campanella: Vaše kniha Supremacy, kterou deník Financial Times označil za nejlepší knihu roku, se ve skutečnosti zabývá závodem ve vývoji obecné umělé inteligence. Pro ty, kteří tento pojem neznají: co se rozumí obecnou umělou inteligencí a jak daleko jsme od jejího dosažení?

Parmy Olson: Obecnou umělou inteligencí neboli AGI z anglického artificial general intelligence se v podstatě myslí teoretická hranice, které by umělá inteligence mohla v budoucnu dosáhnout. Nevíme přesně, kdy, ani jak, ale předpokládá se, že překoná lidské kognitivní schopnosti a v zásadě se stane chytřejší než lidé. Slovo „obecná“ je důležité, protože dosavadní systémy umělé inteligence měly velmi omezené schopnosti. Jsou mimořádně dobré v konkrétních úkolech – v počítání čísel, ve vytváření předpovědí, analýze dat, rozpoznávání tváří nebo v poslední době také v generování textu, obrázků a videí. Cílem mnoha technologů je vytvořit univerzálnější systém, který by dokázal všechny tyto věci zvládnout najednou.

Edoardo Campanella: Někteří podnikatelé v oblasti technologií tvrdí, že nás od toho dělí už jen několik měsíců. Jiní zase své prognózy neustále posouvají do budoucna. Je obecná umělá inteligence vůbec reálně dosažitelná, a pokud ano, jak blízko k tomu už jsme?

Parmy Olson: Myslím si, že lidé mají přirozenou tendenci věci škatulkovat a dávat jim různé nálepky. Rádi říkáme: „Ano, dosáhli jsme obecné umělé inteligence.“ Domnívám se však, že ve skutečnosti bude velmi obtížné dosáhnout globálního konsenzu ohledně toho, kdy bude obecná umělá inteligence dosaženo, protože existuje tolik různých definic a výkladů toho, co tento pojem vlastně znamená. V příštích několika letech by se mohlo stát, že firmy a podnikatelé začnou prohlašovat, že dosáhli AGI, a tento pojem se stane marketingovým štítkem – podobně jako samotný pojem „umělá inteligence“. Rovněž samotný pojem „inteligence“ je v souvislosti se stroji pravděpodobně nepřesný. Počítače nejsou inteligentní v lidském slova smyslu; jsou však velmi dobré ve zpracování informací a v napodobování inteligence. Přesto se umělá inteligence stala široce používaným módním pojmem a mnoho firem z jeho používání těží. Dokážu si snadno představit, že by se něco podobného mohlo stát i v případě AGI. Může dojít k nejasnostem, protichůdným tvrzením a sporům o to, kdo tohoto milníku dosáhl jako první. Tvrzení o dosažení AGI bych rozhodně brala velice opatrně.

Edoardo Campanella: Myslíte si, že by se podnikatelé měli zaměřit na specializovanější formy umělé inteligence? Nebo budou nakonec k tomuto kroku donuceni, protože se ukáže, že dosažení AGI je příliš obtížné?

Parmy Olson: V případě úzce zaměřené umělé inteligence mají vývojáři mnohem lepší přehled o tom, co systém dokáže, jaké jsou jeho limity a jaká rizika s tím souvisejí. AGI s sebou přináší mnohem větší nejistotu. Čím je systém rozsáhlejší a výkonnější, tím obtížnější je předvídat jeho chování. Některé pokročilé systémy umělé inteligence již prokázaly chování, jehož cílem je obejít omezení nebo zneužít slabiny bezpečnostních mechanismů. Čím výkonnější tyto systémy jsou, tím obtížnější je nad nimi udržet kontrolu. Úzce zaměřená umělá inteligence sice možná není tak vzrušující, ale pravděpodobně bude bezpečnější a snáze se bude regulovat.



TÉMA 1

Tokenizace

Autor: Giovanni Mazzariello

V ekonomice umělé inteligence je klíčovou proměnnou cena výroby a zpeněžení každého tokenu. Token je základní jednotka využití umělé inteligence, podobně jako kilowatthodina u elektrické energie. Může to být slovo, část slova, číslo, interpunkční znaménko nebo část kódu.

Náklady za milion tokenů nadále klesají, a to jak u levnějších modelů, tak u inovativních modelů nové generace. To je patrné při pohledu na cenu nejlevnějšího modelu, který je schopen dosáhnout dané úrovně výkonnosti. Jedním z měřítek běžně používaných pro tento účel je MMLU (Massive Multitask Language Understanding). Měří, jak dobře model umělé inteligence odpovídá na otázky z různých oborů, jako jsou přírodní vědy, historie, právo, ekonomie a matematika. V našem grafu představuje hodnota MMLU vyšší než 42 základní úroveň užitečných schopností, zatímco hodnota MMLU vyšší než 83 představuje pokročilejší úroveň schopností. Klíčovým bodem je, že **náklady na dosažení určité úrovně inteligence výrazně poklesly**. To je jeden z hlavních faktorů ovlivňujících poptávku po umělé inteligenci, protože díky levnějším modelům se stává víc případů použití ekonomicky rentabilními. Tím vzniká cyklus, který sám sebe dále posiluje. Levnější tokeny podněcují jejich větší využívání a větší využívání podporuje další investice, které opět vedou ke snížení nákladů na tokeny.

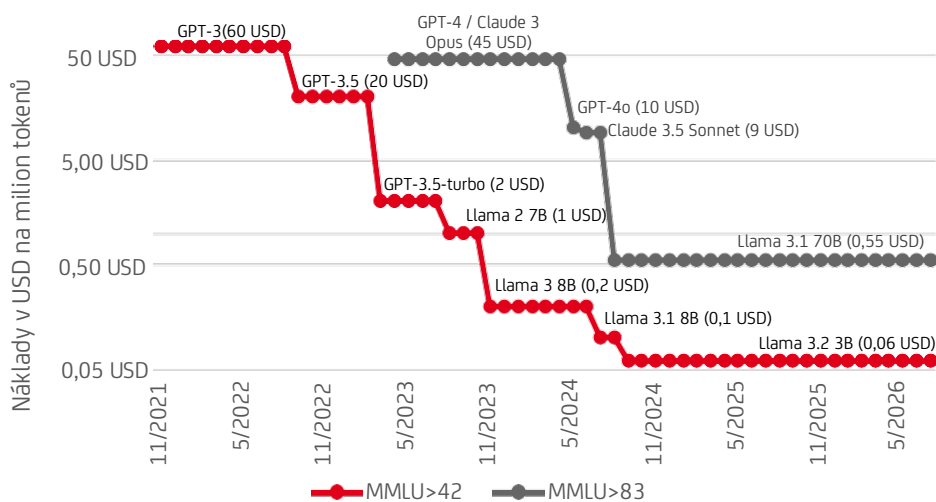
Jak budou podniky přecházet od experimentální fáze k nasazení ve velkém měřítku, budou se více soustředit na náklady a přínos každé interakce s umělou inteligencí. Špičkové inovativní modely se budou i nadále používat pro nejsložitější a nejnáročnější úkoly, avšak běžné úlohy se přesunou na menší a levnější modely, jakmile bude výkon takových modelů dostatečný. Logika je jednoduchá: do pětihvězdičkové restaurace se nechodí na běžný oběd.

Trh s modely se tedy vyvíjí dvěma směry. Na jedné straně se vyvíjejí inovativní modely pro složité úkoly s vysokou přidanou hodnotou. Na druhou stranu se menší a levnější modely optimalizují pro lokální nasazení, zpracování velkých objemů dat a specializované scénáře využití agentů.

Pro tuto dynamiku je klíčový rozdíl mezi západními a čínskými modely. **Qwen a DeepSeek** možná v některých testech stále zaostávají za nejlepšími inovativními modely, ale mohou být až desetkrát nebo pětadvacetkrát levnější. V případě použití ve velkém měřítku může tato cenová výhoda stačit k tomu, aby podpořila rozšíření této technologie.

V tomto prostředí budou vítězi nejen podniky s nejrozsáhlejšími modely nebo nejvyššími rozpočty na investiční výdaje, ale také ty, které dokážou poskytovat nejlepší analytické informace při nejnižších nákladech na jeden token.

GRAF 1.1: KLESAJÍCÍ NÁKLADY NA UMĚLOU INTELIGENCI
NÁKLADY NA NEJLEVNĚJŠÍ LLM PODLE PRAHOVÉ HODNOTY SCHOPNOSTÍ



Zdroj: Andreessen Horowitz, Investiční institut společnosti UniCredit



TÉMA 2

Polovodiče jako základ umělé inteligence

Autoři: Tobias Keller, Christian Stocker

Polovodiče: Současná volatilita testuje valuace, nikoli tezi o umělé inteligenci

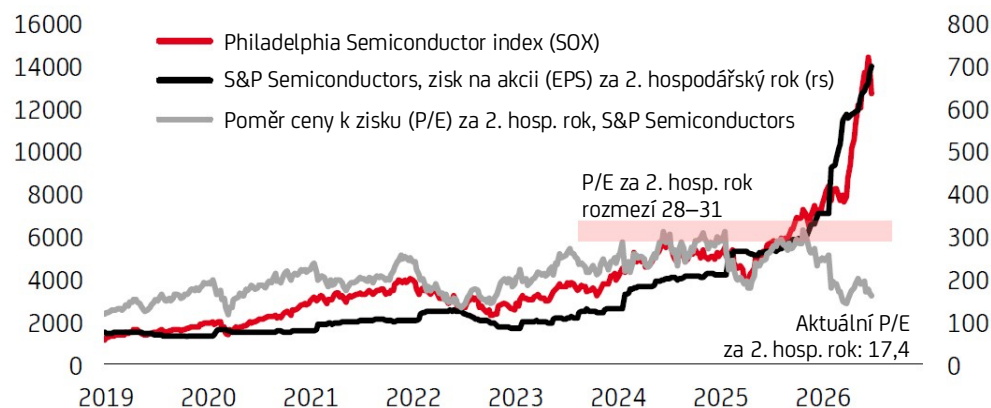
Nedávný pokles akcií společností z odvětví polovodičů vyvolal otázky ohledně udržitelnosti obrovského zájmu o technologické společnosti se zaměřením na umělou inteligenci. Po výrazném růstu zaznamenal index Philadelphia Semiconductor Index (SOX) prudkou korekci, která odrážela realizaci zisků po nárůstu o více než 80 % ve 2. čtvrtletí 2026 a přehodnocení velmi ambiciózních očekávání trhu ohledně růstu.

Navzdory této komplikaci zůstávají základní faktory investičního cyklu v oblasti umělé inteligence i nadále silné. Polovodiče tvoří jádro ekosystému umělé inteligence a jejich výrobci jsou i nadále těmi, kdo nejvíce těží nejvíc přímo z bezprecedentního rozšiřování infrastruktury umělé inteligence. Každá fáze hodnotového řetězce – od trénování velkých jazykových modelů až po nasazení souvisejících aplikací – vyžaduje stále větší výpočetní výkon, jakož i pokročilé paměťové a síťové kapacity. V důsledku toho se očekává, že investiční výdaje hyperscalerů zůstanou mimořádně vysoké, což podpoří trvalou poptávku po grafických procesorech, akcelérátorech a paměti s vysokou šířkou pásma (HBM), která se stala klíčovou technologií pro pracovní úlohy v oblasti umělé inteligence.

Je důležité si uvědomit, že hodnotový řetězec umělé inteligence již není poháněn pouze logickými čipy. Pokročilé modely umělé inteligence a autonomní agenti vyžadují jak výkonný výpočetní výkon, tak vysoce výkonnou paměť pro ukládání, načítání a zpracování obrovských objemů dat, díky čemuž jsou paměťová řešení pro výkon umělé inteligence stejně strategická jako logické čipy. Zároveň se toto odvětví potýká se stále složitější dynamikou dodávek. Poptávka související s umělou inteligencí zabírá stále větší podíl výrobních kapacit pro výrobu polovodičů, což přispívá k problémům v různých částech dodavatelského řetězce. V oblasti aplikací umělé inteligence se stále větší důraz klade na pokročilé paměťové technologie a výrobu špičkových čipů, což omezuje tradiční koncové trhy a posiluje strategický význam výroby polovodičů na celosvětové úrovni. Tato část nabídky rovněž ovlivnila tvorbu cen v klíčových segmentech odvětví.

Nedávná korekce odráží více než jen vývoj v jednotlivých podnicích. Optimistické ekonomické údaje, přetrvávající inflace a očekávání vyšších úrokových sazeb měly negativní dopad na růstová aktiva s dlouhou dobou splatnosti. Zároveň však již téma umělé inteligence přilákalo značný příliv investic a vedlo k výraznému růstu cen, což mělo za následek stále větší koncentraci pozic. Pokud se podíváme za krátkodobé výkyvy na trhu, je pravděpodobné, že cyklus umělé inteligence se spíše rozšíří, než aby slábl. Zatímco v první fázi z toho neúměrně profitovali dodavatelé hardwaru, budoucí růst by měl být stále více poháněn zaváděním umělé inteligence do firemních pracovních postupů a spotřebitelských aplikací. **Tento vývoj může postupně rozšířit tvorbu hodnot i mimo oblast polovodičů, avšak jejich ústřední roli to nijak nesnižuje, neboť jak trénování umělé inteligence, tak její využívání zůstávají zásadně závislé na stále výkonnější výpočetní infrastruktuře.**

GRAF 1.2: POLOVODIČE – VÝJIMEČNÝ RŮST ZISKŮ BUDE PRAVDĚPODOBNĚ POKRAČOVAT
DOČASNÝ VÝBĚR ZISKŮ, A NE ZÁSA DNÍ ZMĚNA



Zdroj: Andreessen Horowitz, Investiční institut společnosti UniCredit



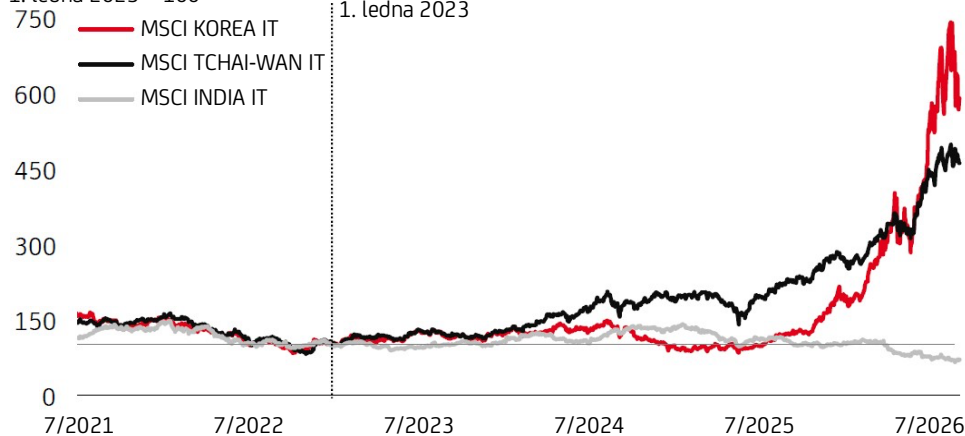
Rozmach umělé inteligence prohlubuje technologickou propast mezi rozvíjejícími se trhy, ale tento stav nemusí trvat dlouho

Tchaj-wan a Korea zůstávají pevně zakotveny v nejviditelnějším a obchodně nejatraktivnějším segmentu technologického hodnotového řetězce rozvíjejících se trhů, kde jsou výnosy úzce spojeny s investicemi do infrastruktury umělé inteligence. Toto postavení vysvětluje silnou relativní výkonnost jejich akcí a rostoucí rozdíl v ocenění oproti ostatním technologickým trhům rozvíjejících se ekonomik. Indický sektor IT služeb naopak čelí spíše strukturálním změnám. Generativní umělá inteligence zvyšuje produktivitu v různých oblastech sektoru služeb a zároveň oslabuje tradiční vztah mezi nárůstem počtu zaměstnanců a růstem příjmů, který byl dlouho základem outsourcingového modelu.

Zároveň však s sebou přechod k cenotvorbě založené na výsledcích nese riziko snížení marží, jelikož část zvýšení produktivity se přenáší na klienty a zhoršuje se tak předvídatelnost výnosů v krátkodobém horizontu. Trhy proto zohledňují nejistotu ohledně budoucí podoby obchodního modelu. Tento rozdíl je patrný i ve výkonnosti na trhu. Zatímco trhy s převahou polovodičových společností zaznamenaly prudký růst tržní kapitalizace díky hmatatelné poptávce související s umělou inteligencí a rostoucím kapitálovým výdajům, akcie indických IT společností se i přes relativně stabilní zisky potýkají s obtížemi, pokud jde o udržení dynamiky růstu (viz graf).

GRAF 1.3: RŮST TRŽNÍ KAPITALIZACE POLOVODIČOVÝCH SPOLEČNOSTÍ DÍKY POPTÁVCE PO UMĚLÉ INTELIGENCI – IT SLUŽBY POD TLAKEM

1. ledna 2023 = 100



Zdroj: LSEG Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit

Celkově zůstáváme optimističtí, pokud jde o střednědobý výhled pro společnosti působící v oblasti polovodičů a umělé inteligence. Toto odvětví i nadále těží ze silné strukturální poptávky, kterou podporují trvalé investice hyperscalerů a pokračující rozšiřování infrastruktury pro umělou inteligenci. Podle našeho názoru nedávný pokles neznamená zhoršení výhledu růstu v oblasti umělé inteligence, ale spíše běžnou korekci, která následovala po pozoruhodném prudkém růstu. Důležité je, že růst zisků zůstává mimořádně silný. Konsenzuální prognózy i nadále naznačují, že na globálních akciových trzích dojde k jednomu z nejvýraznějších růstů zisků, a to díky poptávce po infrastruktuře pro umělou inteligenci, pokročilých paměťových řešeních a výkonných výpočetních systémech. Ačkoli se tempo růstu zisků pravděpodobně zpomalí oproti mimořádnému tempu zaznamenanému v první polovině roku 2026, očekáváme, že růst zisků zůstane výrazně nad průměrem celého trhu.

Zároveň jsou výrazně atraktivnější příslušná ocenění. V návaznosti na nedávnou korekci klesl výhledový poměr ceny akcie k očekávanému zisku (P/E) tohoto sektoru přibližně na 17, což představuje zhruba polovinu úrovně zaznamenaných při předchozích vrcholech ocenění. To výrazně zlepšuje poměr rizika a výnosu a poskytuje významnou ochranu před krátkodobou volatilitou. Domníváme se, že investoři se stále více zaměřují na efektivitu a zpeněžení investic do umělé inteligence, spíše než na pouhé odměňování růstu. Otázky ohledně toho, zda mohou rozsáhlé kapitálové výdaje spojené s umělou inteligencí přinést dostatečnou návratnost, vedou k důslednějšímu posuzování obchodních modelů a ziskovosti. Považujeme to spíše za zdravé zrání cyklu umělé inteligence než za známku oslabení základních ekonomických ukazatelů.

Ačkoli volatilita může během léta zůstat na vysoké úrovni v důsledku úpravy pozic a sezonních faktorů, dlouhodobý výhled zůstává příznivý. Celkově vnímáme současnou situaci spíše jako úpravu ocenění a pozic než jako strukturální zlom v růstovém trendu poháněném umělou inteligencí. Silná strukturální poptávka, pokračující nadprůměrný růst zisků a zejména výrazně lepší ocenění podporují **naš pozitivní střednědobý výhled** pro tento sektor.





Makroekonomický vývoj

Autoři: Tullia Bucco, Marco Valli

1

Odolná globální ekonomika

Světová ekonomika prokázala značnou odolnost vůči energetickému šoku a zvýšené nejistotě způsobené konfliktem na Blízkém východě. Celosvětový růst se nadále pohybuje kolem 3 % a je podporován investicemi do umělé inteligence a digitalizace, zejména v USA, ale stále více i jinde. Tento investiční cyklus pomáhá vyvažovat pokles v tradičnějších odvětvích zpracovatelského průmyslu a podporuje celkovou poptávku i světový obchod. V Evropě hraje důležitou roli při udržování mírného hospodářského růstu investiční program NGEU, německý fiskální balíček a postupné zvyšování výdajů na obranu. Na obou stranách Atlantiku jsou trhy práce stále v dobré kondici, zatímco finanční situace domácností a firem obecně zůstává zdravá. V Číně je domácí poptávka i nadále omezována poklesem na trhu s nemovitostmi, utlumenou důvěrou spotřebitelů a přetrvávajícími deflačními tlaky. Slabá domácí poptávka byla vyvážena dobrými výsledky v oblasti vývozu, zejména v odvětvích špičkových technologií a průmyslu zaměřujícího se na zelenou ekonomiku. Světová ekonomika však ještě není z nejhoršího venku. Nedávné události ukazují, že jednání mezi USA a Íránem jsou i nadále sužována problémy a neúspěchy. Jakékoli další vyhrcoení situace by rychle vedlo k nárůstu cen energií, což by znovu podnítilo inflační tlaky a zhoršilo náladu na finančních trzích.

2

Fed ponechá sazby beze změny, ECB je zvýší ještě jednou

Na svém červnovém zasedání ponechal Fed úrokové sazby beze změny a upustil od své tendence k uvolňování. Na své první tiskové konferenci v roli předsedy Fedu se Kevin Warsh vyjádřil v ještětřím duchu a naznačil změnu kurzu, přičemž zahájil rozsáhlý přezkum rámce měnové politiky Fedu. Pět pracovních skupin se bude zabývat výzkumem v klíčových oblastech, mezi něž patří komunikace, bilanční suma, využívání dat při rozhodování, produktivita plus zaměstnanost a inflační rámec. Očekává se, že výbory předloží výboru FOMC stanovujícímu úrokové sazby své závěry do konce roku, což pravděpodobně povede k významným provozním změnám v roce 2027. Vzhledem k rostoucí nejistotě ohledně reakční funkce Fedu zůstane měnová politika mezitím pravděpodobně beze změny. V eurozóně učinila ECB očekávané zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů a ponechala si široký prostor pro další zpřísnění měnové politiky. Vzhledem k tomu, že inflace by se ve druhé polovině roku 2026 měla udržet na úrovni kolem 3 % a do poloviny roku 2027 se přiblížit k 2% cíli ECB, i nadále očekáváme, že centrální banka v září podruhé a naposledy zvýší úrokové sazby, čímž zvýší depozitní sazbu na 2,5 %.

3

USA: Změna právního základu, nikoli obchodní politiky

Platnost všeobecného 10% cla uloženého podle článku 122 amerického zákona o obchodu má vypršet 24. července, neboť jeho platnost končí po 150 dnech, pokud Kongres nepřijme příslušná opatření. Článek 122, který byl zaveden poté, co Nejvyšší soud zrušil rozsáhlá cla podle zákona o mezinárodních výjimečných hospodářských pravomocích (IEEPA), sloužil jako dočasné provizorní řešení. Americká vláda se od té doby začala opírat o článek 301 jako o trvalejší právní základ pro přebudování svého celního režimu a zahájila vyšetřování v souvislosti s praktikami nucené práce a nadbytečnými průmyslovými kapacitami. Na základě předběžných závěrů vyšetřování týkajícího se nucené práce navrhla administrativní cla ve výši 10 % na dovoz ze šesti ekonomik (včetně EU), u nichž se má za to, že přijaly určité nápravné kroky, a cla ve výši 12,5 % na dovoz ze všech ostatních ekonomik. U většiny zemí (s výjimkou zemí EU) se očekává, že nová cla podle článku 301 budou uplatňována nad rámec stávajících celních sazeb podle doložky nejvyšších výhod, čímž se v zásadě zopakuje přístup, který byl dříve používán v rámci režimů podle IEEPA a článku 122. Celkově by přechod k uplatňování článku 301 mohl zvýšit právní stabilitu amerického celního režimu. Je však nepravděpodobné, že by to vedlo ke snížení nejistoty v oblasti obchodu, jak naznačuje skutečnost, že administrativní i nadále využívá hrozby zavedením cel, aby od EU vymohla ústupky v oblasti digitálního obchodu a dalších necelních překážek.



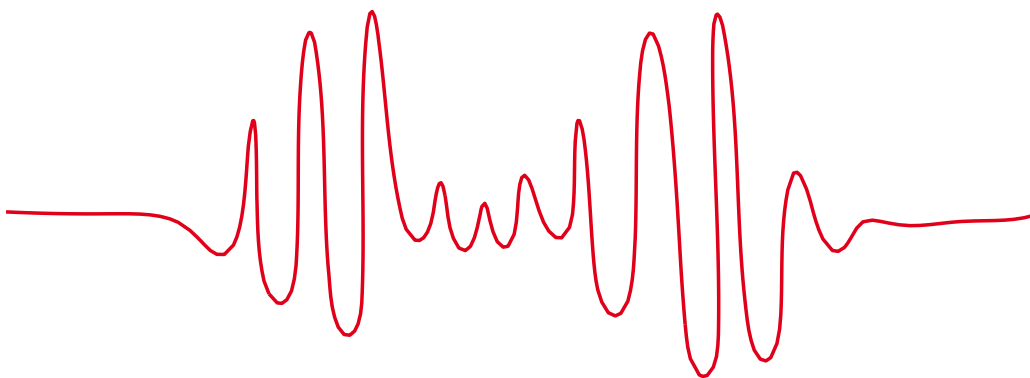


Vývoj na trhu

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

Šum...

V posledních několika měsících byly trhy ovlivňovány geopolitickými událostmi na Blízkém východě. Obavy související s konfliktem mezi Izraelem a Íránem, možnými výpadky dodávek a rizikem růstu cen energií vedly ke zvýšené volatilitě na trzích s akciemi, dluhopisy a komoditami. V důsledku dočasného zmírnění napětí ceny ropy poklesly a obavy z inflace se utlumily. V poslední době však obnovené napětí v regionu investorům připomnělo, že geopolitická rizika zůstávají aktuálním tématem. Trhy i nadále reagují na změny nálady v souvislosti s energetickou bezpečností, inflací a očekáváními ohledně postupu centrálních bank. Tyto faktory sice prozatím vyvolávají krátkodobou volatilitu, ale zatím ještě podstatně neovlivnily základní ekonomické podmínky.



... a signál

Přes geopolitické události, které plní stránky novin, zůstává základní situace příznivá. Světová ekonomika prokázala pozoruhodnou odolnost navzdory výkyvům na energetických trzích a nejisté situaci na Blízkém východě. Růst je i nadále podporován investicemi do umělé inteligence, digitalizace, infrastruktury a obrany, zatímco trhy práce, rozvahy podniků a finanční situace domácností zůstávají celkově v dobrém stavu. Ačkoli se částečně vrací nedávný nárůst cen energií a geopolitické napětí, považujeme tuto obnovenou nejistotu spíše za dočasný jev než za strukturální změnu. Trhy se stále víc zaměřují na ekonomické fundamenty a základní makroekonomické podmínky i nadále podporují riziková aktiva. Vzhledem k odolnému růstu, stále opatrnému přístupu centrálních bank a absenci výrazného zhoršení ekonomické aktivity zůstanou výnosy dluhopisů pravděpodobně zhruba v rámci obvyklého rozpětí. Na akciové trhy nadále nahlížíme konstruktivně, přičemž rozvíjející se trhy zůstávají naším preferovaným regionem. Ačkoli téma umělé inteligence v krátkodobém horizontu poněkud ztratilo na dynamice, zůstává i nadále nejvýznamnějším faktorem ovlivňujícím střednědobé zisky. Celkově zůstává hlavní závěr nezměněn: odolný růst, zdravé fundamenty a pokračující investice související s umělou inteligencí i nadále představují pevný základ pro další růst akciových trhů. Geopolitický vývoj může sice vyvolat období volatility, avšak nezměnil základní investiční signál.

Akcie

Výsledková sezona za 2. čtvrtletí roku 2026: Lakmusový papírek pro akciové trhy

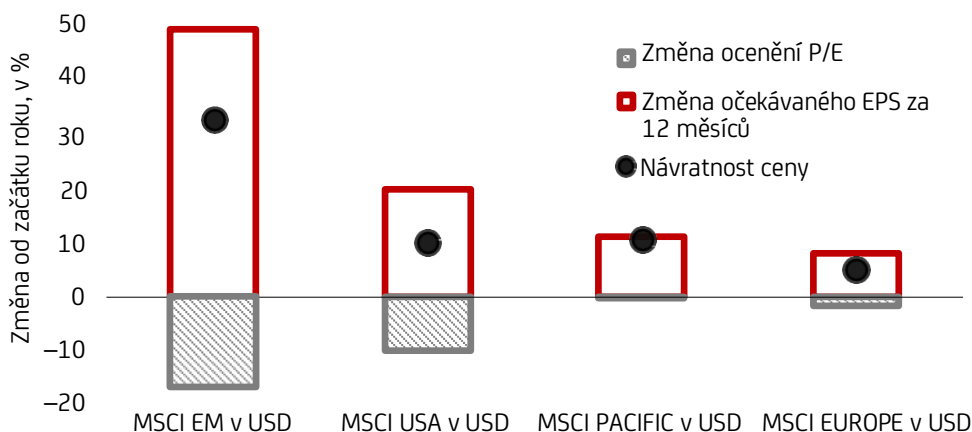
Na akciové trhy nadále nahlížíme konstruktivně, přičemž rozvíjející se trhy zůstávají našim preferovaným regionem. Zdá se však, že Evropa nabízí určitý potenciál, že v nadcházejících měsících dožene Spojené státy. Téma umělé inteligence, které bylo dlouho hlavním hnacím motorem trhu, v poslední době v USA poněkud ztratilo na síle, nicméně i nadále představuje silný střednědobý katalyzátor (viz [Téma 2, strana 5](#)). V této souvislosti a díky celkovému poklesu cen energií se z taktického hlediska stávají stále atraktivnějšími regiony, které dosud zaostávaly, jako je například Evropa. Celkově zůstává hlavní závěr nezměněn: **trvalý růst zisků by měl i nadále podporovat další růst akciových trhů.**

Konsenzuální prognózy pro výsledkovou sezonu za 2. čtvrtletí roku 2026 naznačují silný globální růst zisků, k němuž přispívají zejména pokračující investice do umělé inteligence. **Ve Spojených státech** se očekává meziroční nárůst zisků indexu S&P 500 přibližně o 23 %, přičemž ze silné poptávky po pokročilých procesorech, paměťových řešeních a infrastruktuře datových center budou i nadále těžit zejména technologické společnosti a výrobci polovodičů. Očekávání jsou však velká a ocenění akcií klade vysoké nároky ohledně dalšího vývoje. V důsledku toho se mohou rozhodnutí vedení týkající se výdajů na umělou inteligenci, vývoj objednávek a vyhlídek na budoucí růst ukázat jako důležitější než zveřejněné výsledky. Jakékoli náznaky zpomalení poptávky po umělé inteligenci by mohly zvýšit volatilitu trhu. Zároveň začínají firmy z nejrůznějších odvětví hlásit nárůst produktivity a zvýšení efektivity díky zavedení umělé inteligence.

V Evropě se podle konsenzu očekává v první polovině roku 2026 růst zisků přibližně o 10 %, i když se velká část tohoto růstu soustřeďuje do energetického sektoru. Bez započítání energetického sektoru se růst zisku pohybuje spíše kolem 6 %, což poukazuje na mírnější základní trend. Nedávný růst akciových trhů byl podpořen nejen zisky, ale také nárůstem tržních ocenění, zejména v bankovním a technologickém sektoru, což ponechalo méně prostoru pro případná zklamání. Makroekonomické podmínky však zůstávají příznivé, a to díky stabilním ukazatelům růstu, stabilním očekáváním ohledně marží a mírnému příznivému vlivu měnového vývoje na podniky působící na mezinárodních trzích. Mezi klíčová témata této výsledkové sezony patří dopad vyšších nákladů na energii, konkurence ze strany čínských výrobců a míra zvýšení efektivity díky umělé inteligenci.

V celém **asijsko-pacifickém regionu a na rozvíjejících se trzích** bude růst zisků poháněn především společnostmi z odvětví polovodičů na Tchaj-wanu a v Jižní Koreji. Navzdory rostoucí skepsi investorů v důsledku výrazného růstu cen akcií a opakovaných revizí zisků směrem nahoru zůstávají strukturální faktory beze změny. Pokračující zavádění umělé inteligence, rostoucí poptávka po výpočetním výkonu a neustálé investice do cloudové infrastruktury a datových center by měly podpořit zdravý růst zisků, z čehož budou těžit přední asijské technologické společnosti.

GRAF 2.1: OBTÍŽNĚ UDRŽITELNÝ TREND REVIZÍ VÝSLEDKŮ NA ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRZÍCH
NIŽŠÍ OCENĚNÍ ZAJIŠTÍ AKCIOVÝM TRHŮM SOLIDNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ZÁKLAD



Zdroj: LSEG Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit

Cenné papíry s pevným výnosem

Státní dluhopisy: Zatím není patrný žádný jasný směr vývoje

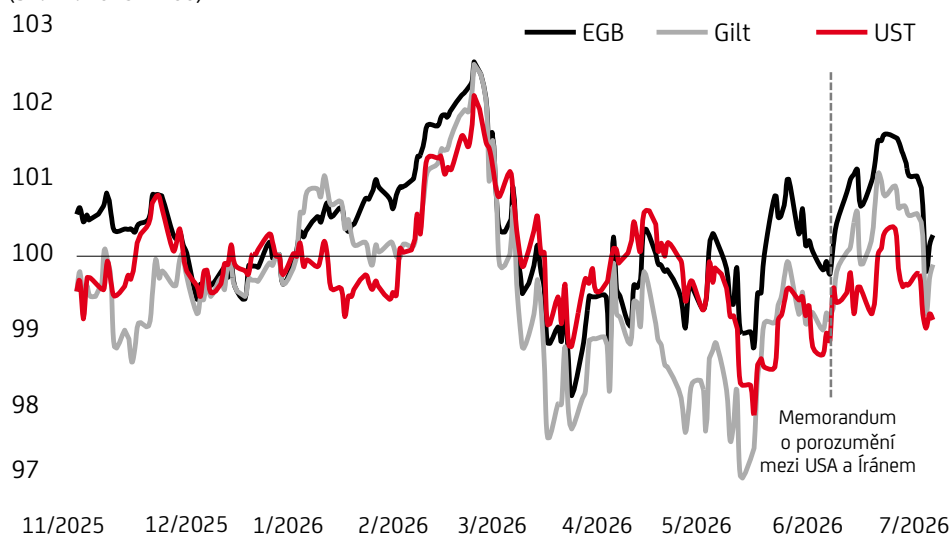
Uklidnění geopolitického napětí a pokles cen energií vedly k poklesu tržních inflačních očekávání a k méně agresivním očekáváním ohledně zvyšování úrokových sazeb v eurozóně. Z této situace profitovala krátká část výnosových křivek evropských státních dluhopisů, přičemž výnos dvouletého německého státního dluhopisu (Bund) od začátku června poklesl přibližně o 10 bazických bodů. U dlouhodobých dluhopisů byl vývoj umírněnější, přičemž výnos desetiletého německého státního dluhopisu se drží kolem 3 %. Spready mezi evropskými státními dluhopisy (EGB) a německými státními dluhopisy (Bund) se příliš nemění, přičemž spread mezi desetiletými italskými státními dluhopisy (BTP) a německými státními dluhopisy (Bund) se obchoduje v rozmezí 70–80 bazických bodů.

Na druhou stranu vývoj výnosů amerických státních dluhopisů UST byl ovlivněn spíše nástupem Kevina Warsha do funkce předsedy Fedu než geopolitickým vývojem. První zasedání výboru FOMC, na kterém se Warsh poměrně důrazně vyjádřil k boji proti inflačním tlakům, vyvolalo tlak na růst výnosů na krátkém konci výnosové křivky, což vedlo k jejímu zploštění a snižování cen (tzv. bear flattening, tj. medvědí zploštění). Výnosy desetiletých a třicetiletých amerických státních dluhopisů UST se nadále pohybují kolem 4,5 %, respektive 5 %.

Jak je patrné z grafu, index 7 až desetiletých amerických státních dluhopisů UST zaznamenal v letošním roce dosud mírně záporné výsledky, zatímco odpovídající index evropských státních dluhopisů (EGB) vzrostl o 1 %. Britské státní dluhopisy (gilt) se v poslední době rovněž zotavily, a to i přes vyšší volatilitu, která je částečně způsobena vnitřními faktory.

GRAF 2.2: EVROPSKÉ A BRITSKÉ STÁTNÍ DLUHOPISY DOPOSUD DOSAHOVALY LEPŠÍCH VÝSLEDKŮ NEŽ AMERICKÉ STÁTNÍ DLUHOPISY UST

INDEXY STÁTNÍCH DLUHOPISŮ S DOBOU SPLATNOSTI 7–10 LET SPOLEČNOSTI BLOOMBERG
(31. 12. 2025 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

V nejbližší době neočekáváme, že by státní dluhopisy vykazovaly výrazný jednotný směr vývoje. Je nepravděpodobné, že by ceny energií z aktuálních úrovní dále klesaly, ekonomické ukazatele se jeví jako odolné (zejména v USA) a centrální banky nadále zastávají restriktivní postoj, a to i přes povzbudivé zprávy z geopolitické scény. Vzhledem k těmto faktorům je v současné době pokles výnosů evropských státních dluhopisů (EGB) a amerických státních dluhopisů (UST) nepravděpodobný. Pokud vůbec něco, pak nižší emisní aktivita v letním období pravděpodobně v nadcházejících měsících omezí u evropských státních dluhopisů tlak na nabídkové straně. Pokud jde o americké státní dluhopisy UST, krátký konec výnosové křivky by mohl pocítit úlevu, jelikož očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb se jeví jako přehnaná. Na druhou stranu jsou americké státní dluhopisy s delší splatností i nadále vystaveny fiskálním rizikům a přecenění termínové prémie, a to zejména po nedávném poklesu.

Podnikové úvěry: Očekávání ohledně nabídky ve 2. pololetí roku 2026

Na evropském primárním trhu s podnikovými dluhopisy byla od začátku roku zaznamenána silná aktivita, k čemuž přispělo předfinancování emitentů v souvislosti s očekávaným zpřísněním měnové politiky a rostoucí poptávkou po investičním financování ve vybraných odvětvích.

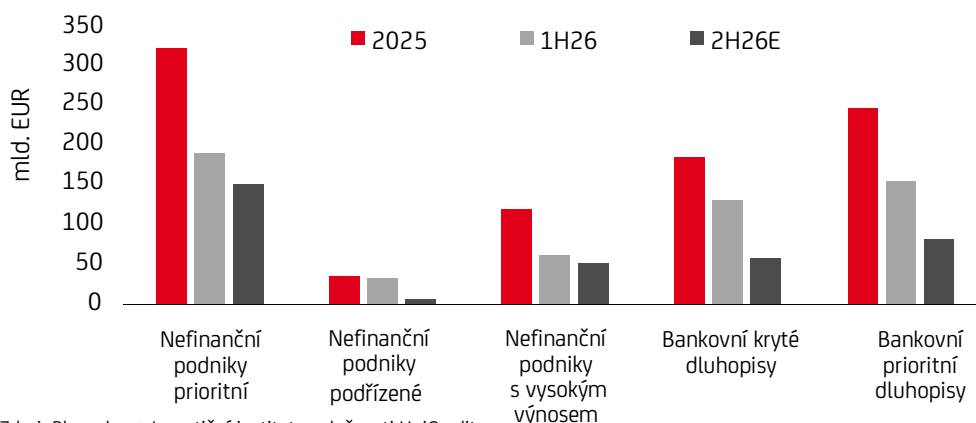
Nefinanční podniky s investičním ratingem umístily v nových emisích 184 mld. EUR, což představuje téměř 60 % objemu zaznamenaného za celý rok 2025, a to především díky odvětvím automobilů a automobilových dílů, technologií a veřejných služeb, které vykazují zvýšenou potřebu financování kapitálových výdajů. V případě automobilů a automobilových dílů to souvisí s přechodem výroby na elektromobilitu a obranné účely, zatímco nárůst poptávky po kapitálových výdajích v oblasti technologií a energetiky souvisí s investicemi do datových center a jejich vysokou energetickou náročností, která se očekává v nadcházejících letech. Vysoké kapitálové výdaje rovněž podpořily emise hybridních cenných papírů, jejichž objem od začátku roku dosáhl 32 mld. EUR (oproti 35 mld. EUR v loňském roce). Hodnota cenných papírů s vysokým výnosem, které nefinanční podniky v tomto roce dosud uvedly na trh, dosahovala v nových emisích téměř 60 mld. EUR (oproti 115 mld. EUR v roce 2025). Očekáváme, že poptávka po financování bude v jednotlivých segmentech nefinančních podniků v souladu s našimi původními prognózami, a předpokládáme, že celoroční nabídka se bude pohybovat blízko horní hranice našeho prognózovaného rozmezí pro nefinanční podniky: u prioritních dluhopisů investičního stupně 300–330 mld. EUR, u podřízených podnikových dluhopisů (hybridních) 35–40 mld. EUR a u vysokovýnosových 90–110 mld. EUR.

Emise krytých dluhopisů ze strany bank zůstaly v roce 2026 mimořádně silné, přičemž v první polovině roku 2026 bylo emitováno 126 mld. EUR a v červnu byla zaznamenána rekordně vysoká aktivita na primárním trhu, což nás vedlo ke zvýšení naší prognózy financování za celý rok ze 165–170 mld. EUR na 180–185 mld. EUR. Vzhledem k tomu, že jsou splatné kryté dluhopisy v hodnotě 159 mld. EUR, znamená to čistou nabídku ve výši 21–26 mld. EUR, přičemž ve druhé polovině roku 2026 se očekává další emise krytých dluhopisů v objemu 52–57 mld. EUR. Objem emisí prioritních nezajištěných bankovních dluhopisů dosáhl v první polovině roku 2026 výše 150 mld. EUR, přičemž vedoucí roli sehrály banky z Velké Británie, Francie, USA a Kanady. Banky z regionu střední a východní Evropy vydaly dluhopisy v hodnotě 6 mld. EUR. Potvrzujeme naši původní prognózu financování na celý rok 2026 ve výši 220–240 mld. EUR, i když objem emisí se pravděpodobně bude blížit spíše dolní hranici tohoto rozmezí. Pro druhé pololetí roku 2026 očekáváme dodatečné prioritní financování ve výši přibližně 70 mld. EUR, zatímco emise krytých dluhopisů by po mimořádně silném prvním pololetí měly mírně zpomalit.

Celkově lze říct, že poptávka investorů zůstává silná a úvěrové spready na obnovené napětí mezi Íránem a USA nijak výrazně nereagovaly. Očekáváme, že mezi investory do úvěrových cenných papírů bude převládat konstruktivní nálada, a domníváme se, že trh očekávanou nabídku ve druhé polovině roku 2026 bez problémů vstřebá.

GRAF 2.3: HRUBÁ NABÍDKA PODNIKOVÝCH A BANKOVNÍCH DLUHOPISŮ V ROCE 2025 A 2026

V MLD. EUR



SMĚNNÉ KURZY

EUR–USD: Stále stoupá, ale pomaleji

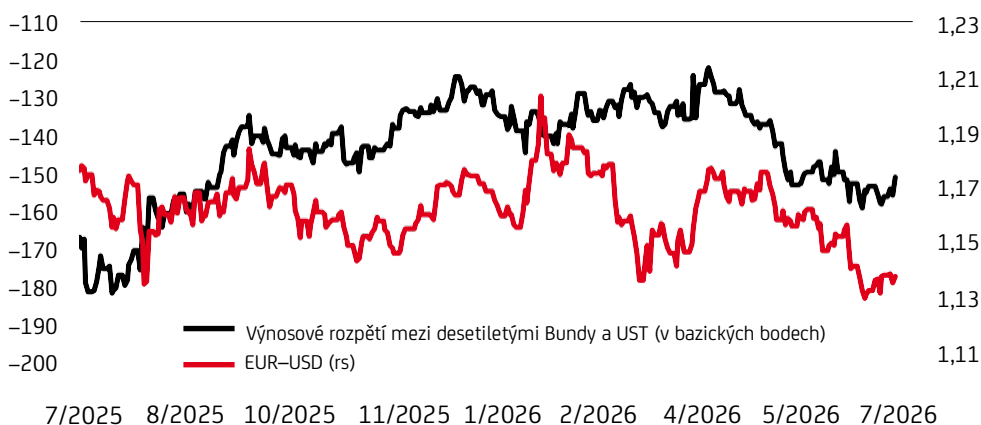
Stále očekáváme, že americký dolar ve střednědobém horizontu oslabí, avšak méně výrazně než v našich předchozích prognózách. Náš revidovaný základní scénář předpokládá, že Fed v nadcházejících čtvrtletích ponechá úrokové sazby beze změny, což povede k méně příznivému výhledu pro americký dolar, než jak forwardové sazby zatím naznačují – a to poté, co bylo agresivní zpřísnění měnové politiky po červnovém zasedání výboru FOMC, které se promítlo do cen, jen částečně zmírněno po zveřejnění poslední zprávy o zaměstnanosti v USA.

V červnu přibýlo pouhých 57 tisíc pracovních míst, což pomohlo kurzu EUR–USD zotavit se poté, co v důsledku ještě většího tónu, který Kevin Warsh zvolil na svém prvním zasedání v roli předsedy Fedu, dosáhl svého dosavadního letošního minima na úrovni 1,1325. Tento náznak oživení však byl částečně zmařen, když americký prezident Donald Trump dne 8. července oznámil, že memorandum o porozumění s Íránem přestalo platit. Měnový pár EUR–USD však prokázal odolnost a držel se převážně nad hranicí 1,14. Prezidentka ECB Christine Lagarde během svého červnového vystoupení před Evropským parlamentem naznačila, že ECB nebude nucena přistoupit k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, což rovněž přispělo k poklesu kurzu eura. Následně se však další členové ECB, včetně Isabel Schnabel, i samotná Christine Lagarde, vyjádřili vstřícněji k dalšímu zvýšení sazeb, které stále očekáváme v září jako pojistku proti inflačním rizikům. Ve své zprávě zaujala ECB pragmatičtější přístup a zdůraznila, že červnové zvýšení úrokových sazeb nebylo ani prvním z řady budoucích zvýšení, ani jednorázovým krokem.

Mezitím se opět stupňuje napětí na Blízkém východě, avšak dalším klíčovým faktorem ovlivňujícím kurz EUR–USD se opět staly rozdíly v úrokových sazbách mezi eurozónou a USA. Je důležité si uvědomit, že tentokrát nárůst výnosu desetiletých německých státních dluhopisů nad 3,00 % omezuje pokles kurzu EUR–USD, a to navzdory tomu, že výnos desetiletého amerického státního dluhopisu (UST) se vrátil nad úroveň 4,50 %, což je úroveň, která v nedávné minulosti tento měnový pár prudce stahovala dolů. To je patrné z níže uvedeného grafu, který znázorňuje vývoj tohoto měnového páru v porovnání s desetiletým transatlantickým spreadem. V současné době se však zdá, že investoři nejsou ochotni ani posunout kurz EUR–USD směrem k úrovni 1,10, ani při nízké ceně obnovit agresivní nákupy. Graficky znázorněné trendy naznačují, že k tomuto vývoji by mohlo dojít až po rozhodujícím průlomu nad úroveň 1,16.

Nadále očekáváme, že kurz EUR–USD bude ve střednědobém horizontu posilovat, neboť stále počítáme s poklesem rizikové prémie související s válkou, což by snížilo atraktivitu amerického dolaru jako preferované bezpečné měny, a s dalším zmírněním očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb v USA. Americký prezident Donald Trump by také mohl podlehnout pokušení oslabit americký dolar, aby podpořil americký vývoz před americkými volbami do Kongresu, které se budou konat počátkem listopadu. Vzhledem k tomu se však potenciál růstu kurzu EUR–USD nyní jeví jako omezenější, než jsme původně předpokládali, neboť je nepravděpodobné, že by se tento měnový pár do konce roku 2026 výrazně vyšplhal nad úroveň 1,17 a do konce roku 2027 nad úroveň 1,19.

GRAF 2.4: KURZ EUR–USD NADÁLE CITLIVĚ REAGUJE NA VÝNOSOVÉ ROZPĚTÍ
KURZ EUR–USD A VÝNOSOVÉ ROZPĚTÍ DESETELETÝCH NĚMECKÝCH A AMERICKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ



Zdroj: LSEG, Investiční institut společnosti UniCredit

Komodity

Ropa

Hlavním faktorem, který v poslední době ovlivňoval vývoj cen ropy, bylo uvolnění dosud zadržovaných zásob ropy. Jakmile se náklady, jejichž přeprava se původně zpozdila v Perském zálivu, opět dostaly na světové trhy, vzniklý příliv zboží způsobil dočasný přebytek nabídky, který se projevil poklesem fyzických referenčních cen a rostoucím diskontem v klíčových obchodních centrech. Nedávné opětovné vyhrocení konfliktu, včetně nových narušení námořní dopravy a oznámení Íránu, že opět uzavírá Hormuzský průliv, však tento normalizační proces přerušilo a znovu vyvolalo nejistotu ohledně dodávek. To se odehrává na pozadí stále nerovnoměrné poptávky, zejména ze strany Číny, jejíž dovoz ropy výrazně klesl, zatímco vývoz z USA zůstává nadále silný. Zároveň však předchozí fáze krize zanechala trvalé stopy: narušení poptávky, přesměrování dodávek do ropovodů, čerpání zásob a uvolnění nouzových zásob – to vše pomohlo zmírnit bezprostřední nabídkový šok. Jakmile se napětí začne trvaleji uvolňovat, nabídka se pravděpodobně postupně vrátí k normálu, což umožní doplnění zásob a přispěje k poklesu rizikových premií. V této souvislosti i nadále očekáváme, že cena ropy Brent se ve druhé polovině roku 2026 bude v průměru pohybovat v rozmezí 77 až 80 USD za barel, než v roce 2027 klesne k úrovni 70 USD za barel, i když krátkodobá volatilita pravděpodobně zůstane vysoká.

Zemní plyn

Referenční evropská cena zemního plynu (TTF) je i nadále do značné míry ovlivňována vývojem války v Íránu. Po uzavření dohody o příměří klesla cena TTF až na 40 EUR/MWh, což je úroveň, která nebyla zaznamenána od doby před vypuknutím války. Po obnovení bojů cena prudce vzrostla na 50 EUR/MWh. I kdyby se však mírová jednání opět rozběhla a Hormuzský průliv byl otevřen, tomu, aby cena TTF překonala svá nedávná minima, by mělo zabránit několik faktorů. Za prvé, evropská sezona doplňování zásob výrazně zaostává za tempem posledních let a se 49% naplněním ke konci června byla o celých deset procentních bodů níže, než činila (již tak nízká) úroveň z roku 2025. Potřeba urychlit dovoz za účelem doplnění těchto zásob přichází v době, kdy asijské země rovněž potřebují další zkapalněný zemní plyn pro provoz klimatizačních zařízení v nadcházejícím, zřejmě horkém létě. Naše prognózy, které vycházejí z předpokladu, že dojde k ukončení bojů a znovuotevření Hormuzského průlivu, očekávají, že průměrná cena TTF ve druhé polovině roku 2026 dosáhne 42 EUR/MWh a do konce roku 2027 klesne na 33 EUR/MWh. Rostoucí nabídka ze Severní Ameriky by měla přispět k udržení cen plynu na přijatelné úrovni, dokud bude průliv Hormuz otevřený.

Zlato

Cena zlata se v poslední době ustálila kolem úrovně 4100 USD za unci, jelikož restriktivnější postoj Fedu a prostředí, kdy úrokové sazby zůstávají déle na vyšší úrovni, podpořily reálné výnosy a negativně ovlivnily poptávku po ETF, čímž v blízké budoucnosti omezily potenciál k růstu. Pokles však zůstal relativně omezený, protože cenu zlata podpořily pokračující nákupy centrálních bank a poptávka po diverzifikaci portfolia. Z pohledu budoucího vývoje je pravděpodobné, že krátkodobý vývoj bude i nadále určován očekávanými ohledně úrokových-sazeb, výnosy amerických státních dluhopisů UST a toky ETF. Ačkoli současná úroková situace přináší riziko krátkodobého poklesu, celkový investiční výhled zůstává pozitivní. Trvalá poptávka ze strany centrálních bank, potřeba diverzifikace portfolia, geopolitické napětí a obavy ohledně veřejných financí i nadále představují pro zlato významnou strukturální podporu. Z tohoto důvodu jsme zůžili námi předpokládané cenové pásmo do konce roku 2026 na 4100 až 4700 USD za unci. Pokud nedojde k obnovení přílivu prostředků do ETF ani k výraznému nárůstu geopolitických či fiskálních rizik, budou další zisky pravděpodobně i nadále postupně. Jakýkoli nový příliv investic či nárůst averze k riziku by však mohl vést k podstatnému růstu cen.



Předpovědní tabulky

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A SALD STÁTNÍCH ROZPOČTŮ

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

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

* Eurozóna bez Irska: 1,1 % (2025), 0,9 % (2026) a 1,2 % (2027)

** Údaje neupravené podle pracovních dnů. Upraveno podle pracovních dnů: 0,3 % (2025), 0,6 % (2026) a 1,5 % (2027)

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Aktuální	3Q2026	4Q2026	1Q2027	2Q2027	3Q2027
Fed	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
ECB	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,25
UK	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
Japonsko	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
Švédsko	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00
Norsko	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období.



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	13. 6. 2026	3Q2026	4Q2026	1Q2027
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,25	2,50	2,50	2,50
Tříměsíční Euribor	2,45	2,52	2,55	2,55
Dvouleté Schatz	2,72	2,65	2,60	2,50
Desetileté Bund	3,11	3,10	3,00	3,00
Dvouletý EUR swap	2,93	2,85	2,75	2,65
Desetiletý EUR swap	3,15	3,15	3,05	3,05
Rozdíl mezi desetiletým swapem a německými státními dluhopisy	4	5	5	5
Dvouleté BTP	2,91	2,85	2,80	2,70
Desetileté BTP	3,87	3,80	3,70	3,70
Spread Desetiletých BTP a Bundů	76	70	70	70
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	3,75	3,75	3,75	3,75
3M OIS SOFR	3,80	3,67	3,67	3,67
Dvouleté UST	4,28	4,00	4,00	4,00
Desetileté UST	4,62	4,50	4,50	4,50
Spread desetiletých UST a Bundů	151	140	150	150

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	13. 6. 2026	3Q2026	4Q2026	1Q2027
EUR–USD	1,14	1,16	1,17	1,18
USD–JPY	162	159	157	155
EUR–JPY	185	184	184	183
GBP–USD	1,34	1,33	1,32	1,32
EUR–GBP	0,85	0,87	0,89	0,89
USD–CNY	6,78	6,75	6,73	6,72
EUR–CNY	7,74	7,83	7,87	7,93

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	13. 6. 2026	Konec r. 2026	Polovina r. 2027
Ropa			
Brent USD/barel	81	77	72
Akcie			
Euro STOXX 50	6271	6400	6700
STOXX Europe 600	641	660	700
DAX	25114	26500	28000
MSCI Italy	134	135	140
S&P 500	7515	7800	8200
Nasdaq 100	29264	32000	34000
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	74	80	80
iBoxx Banks Senior	71	75	75
iBoxx High Yield NFI	277	280	280

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	13. 7. 2021	13. 7. 2022	13. 7. 2023	13. 7. 2024	13. 7. 2025	13. 7. 2021	1. 1. 2026
do	13. 7. 2022	13. 7. 2023	13. 7. 2024	13. 7. 2025	13. 7. 2026	13. 7. 2026	13. 7. 2026

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ (celkový výnos, v %)

MSCI World (v USD)	-15,2	21,3	22,5	14,3	21,5	73,5	10,2
MSCI Emerging Markets (v USD)	-25,2	8,7	13,3	12,4	37,3	43,6	19,0
MSCI US (v USD)	-13,6	20,8	26,3	14,1	21,3	80,5	10,4
MSCI Europe (v EUR)	-6,1	15,5	17,3	8,4	20,9	65,3	11,1
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	-22,5	11,4	14,9	10,1	34,5	48,5	18,3
STOXX Europe 600 (v EUR)	-7,6	15,5	17,4	8,9	20,8	63,3	10,8
DAX 40 (Německo, v EUR)	-19,2	26,5	16,2	30,9	3,5	59,1	2,6
MSCI Italy (v EUR)	-11,1	41,5	28,0	23,6	34,6	164,0	17,3
ATX (Rakousko, v EUR)	-12,7	16,7	23,4	27,3	48,6	135,9	25,0
SMI (Švýcarsko, v CHF)	-7,1	4,3	15,8	0,5	23,2	37,6	10,7
S&P 500 (USA, v USD)	-11,7	20,7	26,4	13,6	21,5	84,2	10,5
Nikkei (Japonsko, v JPY)	-6,0	25,2	29,4	-4,5	72,9	159,3	34,7
CSI 300 (Čína, v jüanech)	-14,3	-7,5	-8,5	19,3	19,8	3,7	2,7

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ (celkový výnos, v %)

Státní dluhopisy USA desetileté (v USD)	-11,1	-3,6	0,5	2,6	3,1	-9,5	-1,4
Německé státní dluhopisy desetileté (v EUR)	-11,9	-9,0	2,6	0,6	0,2	-16,9	0,0
Státní dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	-11,8	-6,8	3,9	2,5	0,8	-11,5	0,0
Podnikové dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	-11,5	-1,5	6,6	5,3	1,8	-0,3	0,7

VÝNOSY DLUHOPISŮ (změna v bazických bodech = 0,01 procentního bodu)

Státní dluhopisy USA desetileté (v USD)	149	86	41	22	20	325	47
Německé státní dluhopisy desetileté (v EUR)	143	137	-1	26	39	342	25
Státní dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	161	133	-9	8	38	329	27
Podnikové dluhopisy EUR jednoleté–desetileté (iBOXX, v EUR)	261	118	-54	-35	46	333	31

SMĚNNÉ KURZY EURA (změna v %)

Americký dolar (EUR–USD)	-15,0	11,1	-2,6	7,6	-2,2	-3,6	-2,8
Britská libra (EUR–GBP)	-1,3	1,4	-1,8	2,7	-1,4	-0,3	-2,2
Švýcarský frank (EUR–SFR)	-9,5	-1,9	1,1	-4,5	-0,6	-14,7	-0,7
Japonský jen (EUR–JPY)	5,7	12,2	11,6	-2,0	7,8	41,9	0,6

KOMODITY (změna, v %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	-4,7	12,7	22,7	37,3	18,0	113,9	-8,0
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	-12,0	5,0	8,4	-0,1	28,7	28,6	7,1
Zlato (v USD za ryzí unci)	-3,7	12,3	23,1	39,1	19,3	122,5	-7,2
Ropa (Brent, v USD za barel)	30,5	-19,8	7,2	-17,6	18,4	10,7	36,9

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 13. červenci 2026)

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 Milán

**E-mail**

the-investment-institute@unicredit.eu

On-line

www.the-investment-institute.unicredit.eu

VEDENÍ INSTITUTU

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

Erik Haubold,
CIO, Německo

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Martin Mayer,
CIO, Rakousko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
vedoucí oddělení
makroekonomických analýz

VEDOUcí REDAKTOŘI

Chiara Silvestre

Christian Stocker

VÝROBA

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Právní upozornění

Slovníček 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.the-investment-institute.unicredit.eu/en/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 učinit 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 13. červenci 2026.