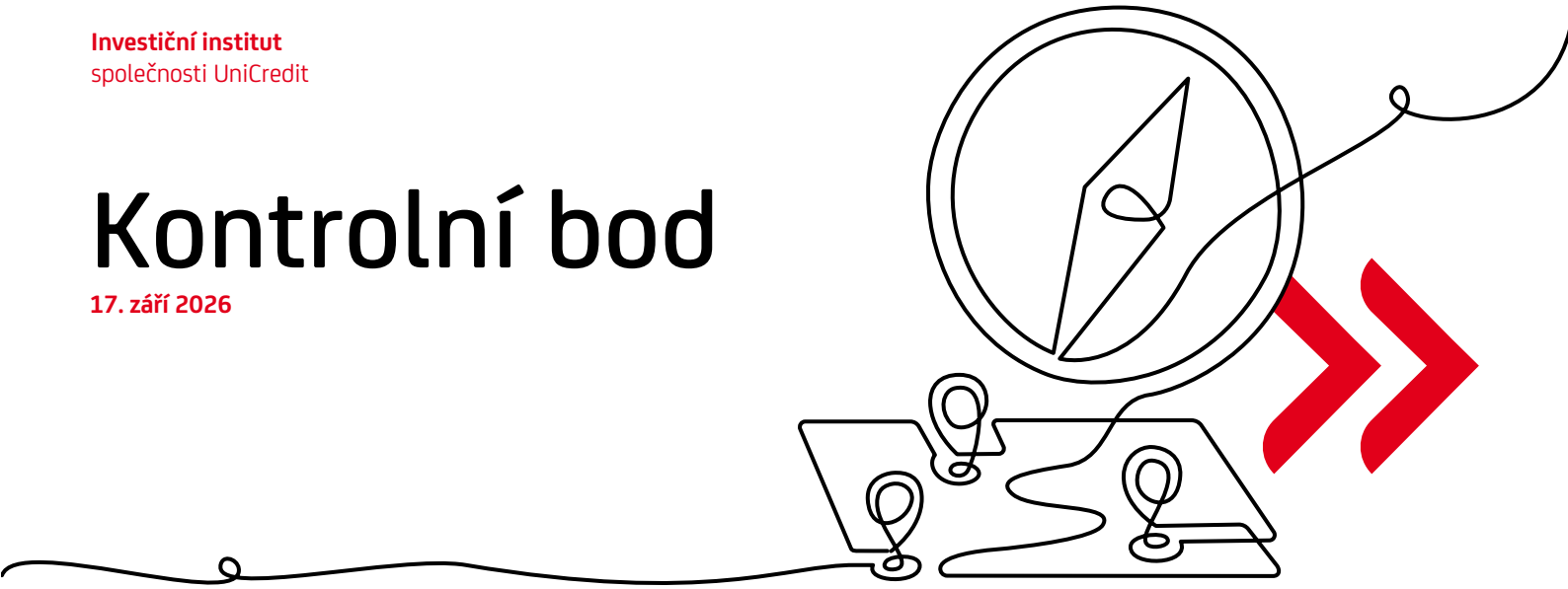
Investiční institut
společnosti UniCredit

Kontrolní bod

17. září 2026



Vnitrostátní hlasování, globální dopady

Americký prezident Donald Trump a izraelský premiér Benjamin Netanjahu dominovali v posledních 18 měsících titulním stranám novin. Jejich úzké osobní i politické vztahy byly určujícím rysem nedávného vývoje na Blízkém východě, včetně konfliktu s Íránem, který přispěl k regionální nestabilitě a k pravidelným výkyvům na finančních trzích. Je ironií, že oba nyní čelí klíčovým volebním zkouškám, přičemž voliči je budou pravděpodobně posuzovat na pozadí přetrvávajícího geopolitického napětí.

V Izraeli se říjnové volby jeví jako jedny z nejdůležitějších za poslední roky. Průzkumy veřejného mínění naznačují, že politická scéna je velmi roztříštěná a ani vládní koalice, ani opozice nemají jistotu, že získají parlamentní většinu. V důsledku toho může výsledek voleb záviset méně na výsledcích největších stran a spíš na následném procesu sestavování koalice. Hlavním tématem zůstávají bezpečnostní problémy, voliči se však stále více zaměřují na ekonomické náklady dlouhodobého regionálního konfliktu. Pokud by opozice zvítězila, zvýšila by se pravděpodobnost rychlejšího urovnání vojenského napětí.

Na druhé straně Atlantiku budou americké volby do Kongresu sloužit jako referendum o Trumpově prezidentství a jeho hospodářském programu. Z historického hlediska mají úřadující prezidenti tendenci během voleb v polovině volebního období přicházet o křesla v Kongresu. Očekáváme, že republikáni si udrží kontrolu nad Senátem, zatímco ve Sněmovně reprezentantů ztratí většinu. Takový výsledek by během druhé poloviny prezidentského funkčního období omezil manévrovací prostor Trumpovy administrativy v oblasti fiskální politiky, obchodu a zahraničních věcí. Mohlo by to také vést k většímu spoléhání se na výkonná nařízení, čímž by se prověřovaly meze prezidentských pravomocí v oblastech, kde chybí podpora Kongresu. Vzhledem k tomu, že Fed navzdory tlaku ze strany Bílého domu zahájil nový cyklus zpřísňování měnové politiky, roste riziko střetu mezi těmito institucemi.

Pro investory by vzájemné působení voleb v těchto dvou zemích mohlo mít zásadní důsledky. Volby v polovině prezidentského volebního období měly v minulosti na trhy jen omezený přímý dopad, protože nejdůležitější politické iniciativy vlády se obvykle prosazují během prvních dvou let jejího funkčního období. V Izraeli by porážka Netanjahua byla na trzích pravděpodobně přijata s nadšením, pokud by vedla ke zmírnění geopolitického napětí a ke snížení inflačních tlaků díky nižším cenám energií. V takovém případě by z toho mohla těžit riziková aktiva a americký dolar, zatímco výnosy dluhopisů by mohly klesnout. Naopak Netanjahuovo vítězství by mohlo udržet vyšší geopolitickou rizikovou prémii, což by podpořilo ceny ropy, zlata a dalších defenzivních aktiv.

Fabio Petti
jeden z předsedů
Investičního institutu

Edoardo Campanella
ředitel a šéfredaktor
Investičního institutu

NAŠE ALOKACE AKTIV 2

OBDOBÍ VOLEB 3

Rozhovor s...
Michal Halperin

Téma: Volby v USA:
Dopad na trh

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 8

VÝVOJ NA TRHU 9

Šum a signál

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

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY 15

Naše alokace aktiv

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

TŘÍDA AKTIV	POHLED*	ODŮVODNĚNÍ
Globální akcie	=	**Světové akciové trhy jsou i nadále podporovány odolnou ekonomickou aktivitou, trvalými investicemi soukromého i veřejného sektoru a silnou dynamikou růstu zisků. Díky solidnímu vývoji od začátku roku se zvyšuje riziko výběru zisků v případě prudkého nárůstu dlouhodobých výnosů.**
Akcie USA	=	Americké akcie i nadále těží ze silného růstu zisků a investic do oblasti umělé inteligence. Z výdajů vynakládaných na umělou inteligenci těží zejména společnosti z odvětví polovodičů, i když se okruh lídrů na trhu postupně rozšiřuje. Nejistotu ohledně budoucího směřování měnové politiky a výnosů amerických státních dluhopisů (UST) je třeba pečlivě sledovat, protože by tyto faktory mohly zvýšit volatilitu akciových trhů.
Evropské akcie	=	Evropský hospodářský růst zvládl energetický šok lépe, než se očekávalo, výhledy zůstávají pozitivní a trhy se dobře přizpůsobily očekáváním dalších zvýšení úrokových sazeb. V kontextu rostoucího zájmu investorů o hodnotové akcie má do určité míry pozitivní vliv odvětvová struktura.
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 reforem správy. Akcie tohoto regionu jsou navzdory přetrvávající závislosti na vnějších faktorech nadále poháněny trendy v oblasti polovodičů.
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, ve spojení se silným růstem zisků.
Globální dluhopisy	=	**Dlouhodobé výnosy mohou být ovlivňovány zvýšenou inflací a nejistotou ohledně měnověpolitických stimulačních opatření, což naznačuje, že je třeba zachovat opatrný přístup k duraci. Zájem o carry přetrvává i přes snížené úrokové rozpětí. Občas se naskytnou zajímavé příležitosti u emitentů a měn z rozvíjejících se trhů.**
Státní dluhopisy (EMU)	=	Očekává se, že ECB letos ještě jednou zvýší úrokové sazby, zatímco ceny energií nadále vyvíjejí tlak na výnosy. Krátkodobá a střednědobá část křivky nabízí zajímavý výnos s omezeným rizikem durace.
Státní dluhopisy (země mimo EMU)	−	Nejistota ohledně budoucího směřování měnové politiky Fedu, štědrá fiskální politika a přetrvávající inflace by mohly způsobit, že se pozornost v USA bude i nadále soustředit na přecenění termínové prémie. Riziko růstu dlouhodobých výnosů by mohlo být doprovázeno tlakem na americký dolar, což by ještě více snížilo atraktivitu amerických státních dluhopisů (UST).
Podnikové dluhopisy (denominované v eurech, s investičním stupněm)	=	Úvěrové spready se nadále pohybují na spodní hranici historického rozpětí, což nabízí omezený prostor pro růst výnosů. Tato třída aktiv nicméně prokázala odolnost, a to i během nedávné volatility na trzích, a to díky pevným fundamentům.
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 (místní měna)	+	Zlepšující se úvěrové ukazatele emitentů a naše očekávání, 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 ve výhled této třídy aktiv.
Peněžní trhy	=	**Vzhledem k tomu, že tato třída aktiv nabízí omezený potenciál reálného výnosu, zachováváme neutrální postoj.**
Alternativy	=	**Alternativní strategie i nadále přinášejí výhody plynoucí z diverzifikace. Silnější dynamika v některých tradičních třídách aktiv a nadhodnocené ceny v některých částech segmentu alternativních investic však hovoří ve prospěch zachování neutrálního postoje.**
Bitcoin	=	Bitcoin zaznamenal silný vzestup, k čemuž přispěly lepší podmínky likvidity, silné přílivy prostředků do ETF a obnovená poptávka ze strany institucionálních investorů. Regulační nejistota přetrvává a volatilita zůstává vysoká. Konstruktivní střednědobý výhled však podporuje příznivá likvidita trhu, rostoucí přijetí a sílící trendy v oblasti tokenizace.
Komodity	=	**Komoditní trhy jsou ovlivňovány geopolitickým napětím, výpadky v dodávkách a stabilní poptávkou. Fundamentální ukazatele jsou podporovány klesajícími zásobami a napjatou situací na trzích s produkty. Vzhledem ke zvýšeným cenám a nejistotě ohledně globálního růstu je však na místě zaujmout neutrální postoj.**
Ropa	=	Ceny ropy vzrostly, protože eskalující napětí mezi USA a Íránem a problémy s námořní dopravou přes Hormuzský průliv vyvolaly obavy z nedostatku dodávek. Vyšší prémie za geopolitická rizika, klesající zásoby a napjatější situace na trzích s produkty přispěly k posílení fundamentálních ukazatelů. Pomalejší normalizace podmínek týkajících se produkce a dodávek na Blízkém východě bude v nejbližší době pravděpodobně přispívat k vyšším cenám.
Zlato	=	Cena zlata je i nadále podporována nákupy centrálních bank, oživujícím se přílivem prostředků do ETF, poptávkou po diverzifikaci portfolia a obavami o udržitelnost veřejných financí. Vyšší úrokové sazby v USA a výnosy státních dluhopisů mají i nadále nepříznivý vliv, ale kompenzují to rizika spojená s dluhem a slabší americký dolar. Zastáváme neutrální až mírně konstruktivní názor.

Ke 14. září 2026; 1. Rozvinuté trhy: Austrálie, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur

* POHLED: + Zvýšení váhy v portfoliu (nadvážení) = Neutrální − Snížení váhy v portfoliu (podvážení)

Volby v Izraeli

Autor: Edoardo Campanella,
ředitel a šéfredaktor Investičního institutu



Rozhovor s… Michal Halperin

Bývalá generální ředitelka Izraelského úřadu pro ochranu hospodářské soutěže, sociální podnikatelka a členka představenstva banky Bank Hapoalim.

Edoardo Campanella: Jaká většina (pokud vůbec nějaká) podle vás z těchto voleb vzejde?

Michal Halperin: Kdo získá většinu, je těžké předpovědět. Izraelská společnost je stále více polarizovaná, a proto jen velmi málo lidí vidí celkový obraz situace nebo skutečné trendy. Různá média zveřejňují velmi odlišné průzkumy veřejného mínění, které odpovídají jejich politické agendě. Nemám žádný důvod věřit průzkumům jedné strany víc než druhé. Konečný výsledek závisí především na dvou velkých neznámých. Za prvé, jak bude hlasovat ultraortodoxní komunita a jaká bude její volební účast? Za druhé, jak budou hlasovat arabští občané a do jaké míry se zapojí do voleb?

Edoardo Campanella: Jak moc je izraelská společnost polarizovaná a jak by ji mohly volby ovlivnit?

Michal Halperin: Izraelská společnost je extrémně polarizovaná. Volební kampaň jen ještě více zdůrazňuje stávající rozdíly. Izraelci se dnes při hlasování rozcházejí hlavně v jedné zásadní otázce: zda ponechat současného premiéra a koalici u moci, nebo je nahradit novou vládou. Došlo k několika pokusům o založení středových stran. Tyto strany se snažily vytvořit program, který by oslovil voliče jak z řad vládních stran, tak z řad opozice. Nepodařilo se jim však získat dostatečnou podporu veřejnosti. Většina z těchto nových stran již z voleb odstoupila a ty zbývající se pravděpodobně brzy stáhnou. Rozdělení zůstává beze změny.

Edoardo Campanella: Jak si myslíte, že se bude vyvíjet izraelská politika vůči Blízkému východu?

Michal Halperin: Nezávislá izraelská politika vůči Blízkému východu již neexistuje. Izrael fakticky přišel o schopnost samostatně rozhodovat o zahraniční politice, když se k moci dostala Trumpova administrativa. Vzhledem k této závislosti neočekávám, že by výsledky voleb podstatně změnily strategické chování Izraele v celém regionu. Nadcházející volby jsou však považovány za klíčové pro budoucnost Izraele, a to především kvůli vnitrostátním problémům. Mezi nejvýznamnější patří tyto otázky: **1.** Bude násilí ze strany židovských extremistů na Západním břehu pokračovat s tichou podporou armády, nebo úřady konečně osadníky zastaví? **2.** Bude ultraortodoxní komunita i nadále osvobozena od výuky základních vzdělávacích předmětů, jako jsou matematika, angličtina, občanská výchova a přírodní vědy, a bude i nadále osvobozena od vojenské služby? **3.** Dočkáme se oslabení klíčových institucí, jako je Nejvyšší soud a Úřad generálního prokurátora, což by ohrozilo základy izraelské demokracie? **4.** Bude izraelská společnost ochotná přímo se vyrovnat s katastrofou ze 7. října a zřídit nezávislou, komplexní vyšetřovací komisi, aby se zjistilo, jak mohlo k této katastrofě vůbec dojít?

Edoardo Campanella: Vidíte riziko, že by se Izrael mohl postupem času izolovat a ztratit podporu Evropy a USA?

Michal Halperin: Ano. To je hlavní riziko, kterému bude Izrael čelit, pokud své chování radikálně nezmění. Izrael již nyní odolává izolaci v klíčových oblastech, jako je akademická spolupráce, zahraniční investice a exportní trhy. Pokud bude současná politika pokračovat, budou následovat další závažné důsledky. Vzdělané elity mohou emigrovat do jiných zemí – k odlivu mozků již došlo. Na domácí scéně bude izraelská demokracie dále slábnout, což povede k útlaku menšin a k rozpadu profesionální státní správy.

Volby v USA: Dopad na trhy

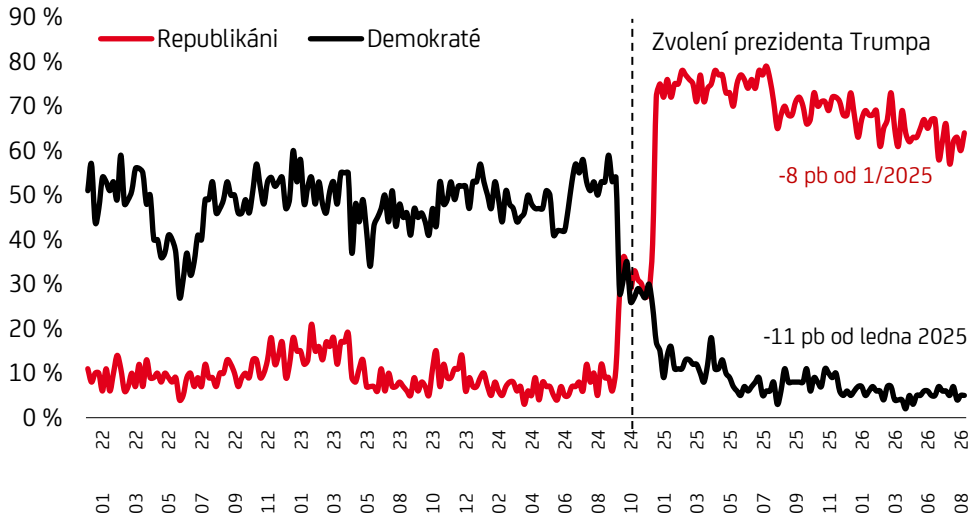
Autoři: Luca Cazzulani, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker

Situace kolem amerických voleb do Kongresu se vyostřuje a mohla by zvýšit volatilitu na trzích

Americké volby do Kongresu se budou konat v úterý 3. listopadu. V těchto volbách se bude rozhodovat o všech 435 křeslech ve Sněmovně reprezentantů a o 33 křeslech v Senátu. V současné době mají republikáni většinu v obou komorách, a to v Senátu v poměru 53 ku 47 (včetně dvou nezávislých senátorů, kteří se připojili k demokratům) a ve Sněmovně reprezentantů v poměru 219 ku 214 (včetně jednoho nezávislého poslance, který se připojil k republikánům, a dvou neobsazených křesel). Demokraté proto musejí získat čtyři dodatečná křesla v Senátu a dosáhnout čistého přírůstku čtyř křesel ve Sněmovně reprezentantů, aby získali většinu. Senátní mandáty, o kterých se letos rozhoduje, se soustřeďují ve státech, které jsou celkově méně příznivé pro demokraty. Pravděpodobnost, že demokraté získají většinu ve Sněmovně reprezentantů, je tedy vyšší než v Senátu. Sázkové trhy i přední političtí analytici považují demokraty za jasné favority na získání většiny ve Sněmovně reprezentantů, zatímco v Senátu je výsledek stále nejistý. Ačkoli politické prostředí zůstává velmi stranicky rozdělené a polarizované, přičemž demokraté a republikáni vnímají současný směr, kterým se země ubírá, zcela odlišně, podpora republikánské politiky vykazuje od začátku Trumpova druhého funkčního období klesající tendenci.

GRAF 1.1: PRŮZKUMY VEŘEJNÉHO MÍNĚNÍ ODRÁŽEJÍ VELMI STRANICKY POLARIZOVANOU ATMOSFÉRU

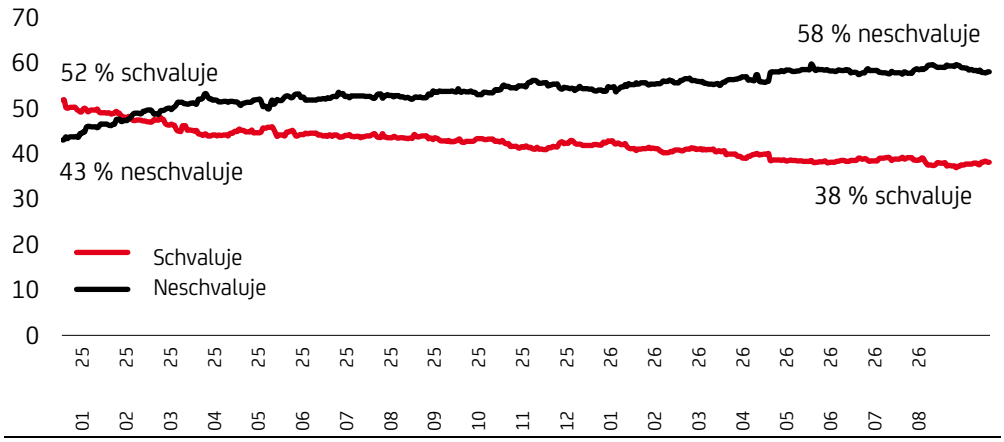
PODÍL RESPONDENTŮ, KTEŘÍ SOUHLASÍ S TÍM, ŽE SE ZEMĚ UBÍRÁ SPRÁVNÝM SMĚREM



Zdroj: Yougov, Investiční institut společnosti UniCredit

Důležitým faktorem, který zvyšuje pravděpodobnost, že demokraté znovu získají většinu v Kongresu, je rostoucí nespokojenost voličů s politikou republikánů a s jejím dopadem na životní náklady. Nedávný průzkum agentury Reuters/Ipsos ukázal, že 36 % voličů důvěřuje demokratům v otázkách životních nákladů, zatímco republikánům důvěřuje 28 % voličů. O rok dříve měli republikáni mírný náskok – 34 % respondentů se přiklánělo k republikánům a 33 % k demokratům. Nespokojenost s tím, jak republikáni řeší ekonomickou situaci, se odráží v klesající oblibě Donalda Trumpa.

GRAF 1.2: TRUMPOVA POPULARITA OD JEHO INAUGURACE NEUSTÁLE KLESÁ
POPULARITA PREZIDENTA



Zdroj: *New York Times* – průměr denních průzkumů veřejného mínění, Investiční institut společnosti UniCredit

V posledních několika volbách měla vládnoucí strana tendenci během voleb v polovině volebního období ztrácet pozice v Kongresu, protože voliči byli zklamáni nesplněnými volebními sliby. Obliba prezidenta je v těchto volbách klíčovým ukazatelem úspěchu. Jediným případem, kdy strana úřadujícího prezidenta získala od začátku tohoto tisíciletí ve volbách do Kongresu v polovině prezidentského volebního období křesla ve Sněmovně reprezentantů, byl rok 2002, kdy se popularita George W. Bushe po počáteční reakci na teroristické útoky z 11. září pohodlně pohybovala nad hranicí 50 %. V roce 2006 se pak Bush setkal s negativní reakcí, když se pozornost voličů opět přesunula k ekonomice. Demokraté čelili v roce 2010 vlně odporu v souvislosti s přetrvávající nespokojeností s ekonomickou situací po finanční krizi a s kontroverzemi kolem zákona o dostupné péči (Affordable Care Act). Nízká míra Trumpovy popularity během jeho prvního funkčního období se časově shodovala s výraznými ztrátami ve Sněmovně reprezentantů, ačkoli v Senátu republikáni zaznamenali mírné zisky. Trumpova popularita je v současné době výrazně nižší než v roce 2018, což zvyšuje pravděpodobnost, že republikáni v listopadu utrpí ve volbách významné ztráty.

POPULARITA PREZIDENTA A VÝSLEDKY VOLEB DO KONGRESU V POLOVINĚ PREZIDENTSKÉHO VOLEBNÍHO OBDOBÍ

Volby	Prezident	Popularita těsně před volbami	Změna ve sněmovně ve prospěch prezidentovy strany	Změna v senátu ve prospěch prezidentovy strany
2022	Biden (D)	~44%	–9 křesel	+1 křeslo
2018	Trump (R)	~41%	–41 křesel	+2 křesla
2014	Obama (D)	~42%	–13 křesel	–9 křesel
2010	Obama (D)	kolem 45 %	–63 křesel	–6 křesel
2006	G.W. Bush (R)	kolem 38 %	–30 křesel	–6 křesel
2002	G.W. Bush (R)	~63%	+8 křesel	+2 křesla

Zdroj: Gallup, Kalifornská univerzita v Santa Barbaře („The American Presidency Project"), Investiční institut společnosti UniCredit

Existují tři možné výsledky voleb v polovině prezidentského volebního období. S ohledem na výše popsanou současnou politickou dynamiku považujeme třetí možnost (zachování současného stavu) za nejméně pravděpodobnou. Z pohledu trhu lze říct, že americké volby do Kongresu v polovině prezidentského volebního období nebyly v minulosti významným faktorem ovlivňujícím vývoj na trhu. Během posledních deseti volebních cyklů nevykazovaly výnosy státních dluhopisů, americký dolar ani akcie v souvislosti s touto událostí žádný konzistentní vývoj; tržní trendy byly obecně určovány spíš měnovou politikou, ekonomickými fundamenty a zisky podniků než politickými výsledky. Ačkoli se současné prostředí vyznačuje větší politickou nejistotou než obvykle, stále vnímáme volby především jako potenciální zdroj krátkodobé volatility, nikoli jako rozhodující katalyzátor střednědobého vývoje na trhu.

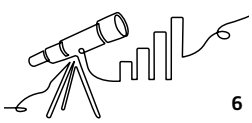
Podívejme se na tyto tři různé scénáře podrobněji:

1. **Základní scénář: Demokraté získají většinu ve Sněmovně reprezentantů, ale ne v Senátu.** V tomto scénáři hraje důležitou roli velikost většiny, neboť těsná většina by demokratické opozici poskytla jen omezený manévrovací prostor a vzhledem k současným očekáváním by mohla být vnímána jako neuspokojivý výsledek. Sněmovna má značnou kontrolu nad federálními financemi a pravděpodobně by se postavila proti jakýmkoli nákladným plánům na oživení ekonomiky či výraznému navýšení vojenských výdajů, pokud by to přineslo výhodu republikánským kandidátům ve volbách v roce 2028. Demokraté by mohli zahájit vyšetřování minulých politických opatření a posílit dohled nad výkonnými opatřeními, což by vyžadovalo značné administrativní a politické zdroje. Nepředpokládáme, že by demokratická Sněmovna reprezentantů byla schopna zvrátit klíčová opatření, která již byla zavedena (např. zrušení cel nebo ukončení konfliktu v Íránu). Výrazně by to však omezilo volnou ruku, kterou Trumpova administrativa má při zavádění nových významných politických opatření, a poskytlo by to demokratům pravomoci vyšetřovat prezidentovu administrativu a rodinu, které jim chyběly v době, kdy Sněmovnu reprezentantů ovládali republikáni.
   - ➔ **Dopad na trh:** Takový scénář by pravděpodobně mírně podpořil americké státní dluhopisy (UST), protože přísnější kontrola fiskálních výdajů by mohla zmírnit obavy ohledně deficitu a dluhu. Pro americký dolar by to vzhledem k očekávané větší rozpočtové disciplíně mělo mírně pozitivní dopad. Legislativní patová situace by pravděpodobně působila jako stabilizující faktor pro akciové trhy, protože by snížila riziko významných politických překvapení a umožnila by investorům znovu se soustředit na hospodářský růst, zisky, inflaci a politiku Fedu.

2. **Rizikový scénář č. 1: Demokraté získají většinu ve Sněmovně reprezentantů i v Senátu.** Většina Demokratické strany by byla těsná a nedokázala by přehlasovat prezidentská veta, ale jejich schopnost postavit se proti politice Trumpovy vlády by se zvýšila. Většina v Senátu by demokratům umožnila blokovat, oddálit nebo ovlivnit klíčová jmenování do Nejvyššího soudu a Federálního rezervního systému. V tomto scénáři vidíme potenciál pro větší volatilitu na trzích, protože Trump by mohl mít sklon kompenzovat své oslabující politické postavení kontroverzními prezidentskými nařízeními nebo kroky na mezinárodní scéně, díky nimž jeho politika zůstane pevně v centru pozornosti.
   - ➔ **Dopad na trh:** Přísnější omezení při prosazování politického programu vlády by mohla posílit očekávání ohledně rozpočtové disciplíny a podpořit náladu na trhu všech tříd aktiv. Investoři se však mohou obávat také konfrontačnějšího politického prostředí a rizika nepředvídatelných politických reakcí ze strany prezidenta Trumpa. Taková nejistota by mohla mírně zatížit americké státní dluhopisy v důsledku vyšších rizikových prémií a vyvolat krátkodobou volatilitu na akciových trzích. Americkému dolaru by to nepomohlo. Tyto negativní dopady na náladu na trhu by mohly být ještě posíleny obavami z toho, že výsledek voleb bude napaden.

3. **Rizikový scénář č. 2: Republikáni si udrží kontrolu nad Sněmovnou reprezentantů i Senátem:** Tento scénář by posílil Trumpovu kontrolu nad Republikánskou stranou a nad federální politickou agendou v období před volebním cyklem roku 2028. Zároveň by se potvrdila jeho rozhodující role v nadcházejícím volebním cyklu a jeho vliv na politiku Republikánské strany.
   - ➔ **Dopad na trh:** V případě státních dluhopisů by dopad byl pravděpodobně neutrální, jelikož současný rámec měnové politiky by zůstal z velké části nezměněn. Americký dolar by mohl zůstat pod určitým tlakem, pokud investoři tento výsledek spojí s pokračující fiskální expanzí a vyššími schodky. Akciový trh by pravděpodobně uvítal snížení politické nejistoty a zachování kontinuity hospodářské politiky, i když dopad na trh by nakonec závisel spíš na výhledu růstu, ziscích a měnové politice než na samotném výsledku voleb.

Celkově budou dopady voleb na trhy do značné míry záviset na tom, zda bude jejich výsledek vnímán jako signál větší rozpočtové disciplíny – což by mělo pozitivní dopad na finanční aktiva a americký dolar – nebo jako signál větší politické nejistoty a nepředvídatelné zahraniční politiky – což by mělo negativní dopad na trhy i americký dolar. Přesto očekáváme, že politika Fedu bude i nadále hlavním faktorem ovlivňujícím výnosy státních dluhopisů, že rozdílné úrokové sazby zůstanou klíčovým faktorem ovlivňujícím kurz amerického dolaru a že vývoj na akciových trzích budou i nadále určovat zisky podniků a hospodářský růst. **Volby je třeba vnímat spíš jako událost vyvolávající volatilitu než jako zásadní zlom** na finančních trzích.



Makroekonomický vývoj

Autoři: Jonathan Schroer, Marco Valli

1 ECB se zvyšováním sazeb ještě neskončila

Dne 10. září zavedla ECB všeobecně očekávané zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů, čímž zvýšila depozitní sazbu na 2,50 %. Tato úroveň odpovídá horní hranici odhadovaného rozmezí neutrální úrokové sazby ECB. Nové makroekonomické prognózy ECB i tón tiskové konference byly jestřábí. Ukazuje se, že inflační šok přetrvává déle, než ECB původně předpokládala, neboť vyšší ceny energií pravděpodobně udrží celkovou inflaci výrazně nad cílovou hodnotou po celou první polovinu roku 2027, přičemž návrat ke dvěma procentům se očekává až ke konci roku 2027. Ekonomika eurozóny mezitím vykazuje větší odolnost, než se očekávalo, a to díky vyšším výdajům na infrastrukturu a obranu, výraznějšímu přínosu investiční činnosti související s umělou inteligencí a pokračujícímu, byť mírnému, růstu soukromé spotřeby. V této situaci se centrální banka může plně soustředit na rizika zvyšující inflační výhled. Očekávaná inflace je stále spíš vyšší, jelikož ceny energií nadále stoupají. Z toho vyplývá, že zpřísňování měnové politiky pravděpodobně ještě neskončilo. Pokud nedojde k rychlé a výrazné korekci cen energií nebo pokud hospodářská aktivita nebude vystavena významnému tlaku, je pravděpodobné, že ECB přistoupí k dalšímu zvýšení úrokových sazeb. Očekáváme, že v prosinci dojde k poslednímu zvýšení o 25 bb, čímž by se depozitní sazba dostala na 2,75 %.

2 Fed se vrátil k politice zvyšování sazeb

Na zářijovém zasedání Fed přistoupil ke zvýšení úrokové sazby o 25 bazických bodů, čímž posunul cílový rozsah sazby federálních fondů na 3,75 až 4,00 %. Toto jednomyslné rozhodnutí bylo významným pozitivním signálem pro důvěryhodnost předsedy Warshe a výboru FOMC obecně, a to v době, kdy hospodářský růst zůstává stabilní, trh práce funguje v podmínkách plné zaměstnanosti a inflační tlaky zůstávají vysoké. Jednalo se o zvýšení sazeb v duchu jestřábí restriktivní politiky. Očekávání ohledně úrokových sazeb stanovených výborem FOMC se posunula směrem nahoru, jelikož výbor mírně zlepšil svůj odhad hospodářského růstu a situace na trhu práce a zároveň mírně směrem nahoru revidoval své prognózy jak celkové, tak jádrové inflace výdajů na osobní spotřebu (PCE). Warsh označil zvýšení sazeb za „omezení určité míry uvolnění měnové politiky“. Z tohoto výroku vyplývá, že měnová politika zůstává alespoň do určité míry uvolněná i po posledním zvýšení úrokových sazeb a nedávném výrazném posunu výnosové křivky směrem nahoru. Jinými slovy FOMC se shoduje na tom, že současné finanční podmínky neomezují inflaci v dostatečné míře, což posiluje argumenty pro další zpřísnění měnové politiky, pokud inflační rizika neustoupí. Celkově lze říct, že je nepravděpodobné, že by Fed se zvyšováním sazeb již skončil. V prosinci očekáváme další zvýšení o 25 bazických bodů, po kterém bude následovat delší období, během něhož zůstanou úrokové sazby beze změny.

3 Ceny plynu a s tím i inflace rostou

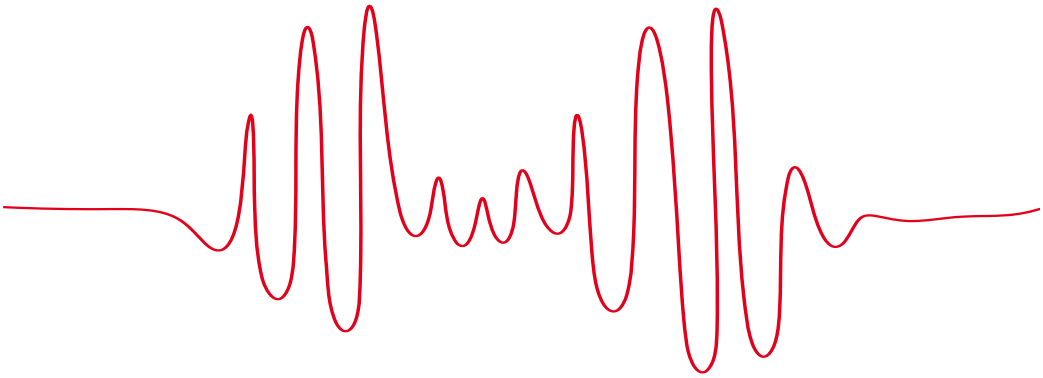
Evropský trh se zemním plynem se ocitl pod značným tlakem v důsledku eskalace napětí mezi USA a Íránem. Od začátku září vyskočila referenční cena plynu TTF ze 70 EUR/MWh na více než 80 EUR/MWh, což vyvolalo obavy z rostoucí inflace v celé ekonomice. Zatímco hlavním faktorem ovlivňujícím ceny bylo obnovení vojenských operací, pomalé doplňování zásob plynu v Evropě před zimní topnou sezonou vyvolává obavy z poptávkového šoku, jelikož plynárenské společnosti se nyní opožděně snaží přebít nabídky konkurence, aby do 1. listopadu splnily cíl naplnění zásob na 80 %. Ačkoli lze tento cíl za výjimečných tržních podmínek snížit na 75 %, bude i dosažení tohoto nižšího cíle náročné. Nízké zásoby by měly v nadcházejících měsících udržovat trh v napětí, zejména pokud budou zimní teploty nižší než průměrné. Další informace najdete v našem článku „Short View“ zveřejněném 10. září s názvem „Čas vypršel: Zásobování Evropy plynem na zimu se dostává do rozhodující fáze“ (Time‘s up: Europe’s winter gas restocking reaches crunch time).

Vývoj na trhu

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

Šum...

Ceny ropy a zemního plynu prudce vzrostly v důsledku přetrvávajícího konfliktu mezi USA a Íránem a s ním spojeného faktického uzavření Hormuzského průlivu. Rozšíření konfliktu do průlivu Bab-al-Mandab, který je spolu se Suezským průplavem pro dodavatelské řetězce mezi Evropou a Asií obzvláště důležitý, vyvolává obavy z inflace. Kromě toho skutečnost, že výnos desetiletých amerických státních dluhopisů dosáhl 5 %, což je nejvyšší úroveň od roku 2007, vyvolala nové obavy ohledně udržitelnosti amerického veřejného dluhu.



... a signál

Nejnovější vývoj v Íránu a na Arabském poloostrově naznačuje, že geopolitika bude hrát i v nadcházejících týdnech klíčovou roli a bude ovlivňovat očekávání ohledně cen energií, inflace a politiky centrálních bank. Celosvětový hospodářský růst se však díky investicím do obrany, infrastruktury a umělé inteligence zatím drží na stabilní úrovni, byť mírné. Nedávný nárůst cen ropy a zemního plynu a nejistota ohledně konfliktu mezi USA a Íránem však přinášejí riziko stagflace. Dalším zdrojem volatility budou kromě toho pravděpodobně také listopadové americké volby do Kongresu. Nejnovější údaje o inflaci a jestřábí postoj hlavních centrálních bank nás vedly k aktualizaci našich prognóz tak, aby zohledňovaly další zpřísňování měnové politiky ze strany Fedu a ECB, a k revizi našich odhadů výnosů směrem nahoru. Celkově vzato náš výhled pro globální akciové trhy je i nadále konstruktivní, přičemž rozvíjející se trhy zůstávají naším preferovaným regionem, a to díky atraktivnímu ocenění a významnému zastoupení klíčových témat dlouhodobého růstu. Mírný, avšak pozitivní výhled růstu by měl podpořit podnikové dluhopisy, které však vzhledem k nízkým úrovním spreadů zůstávají především investicí zaměřenou na výnos. V současných tržních podmínkách zachováváme opatrný přístup k americkým státním dluhopisům (UST), zatímco ke (klíčovým) evropským státním dluhopisům zaujímáme spíš neutrální postoj. Nejistota ohledně inflačních výhledů a rizika nárůstu nabídky státních a podnikových dluhopisů vyžadují opatrnost při prodlužování durace. Ačkoli vyšší úrokové sazby mohou omezit růstový potenciál zlata, rizika související s fiskální politikou a zadlužením by spolu se slabším americkým dolarem měla pomoci tyto nepříznivé vlivy vyvážit, a proto jsme naši prognózu na konec roku mírně revidovali směrem nahoru.

Akcie

Základní faktory nadále hrají ve prospěch akcií

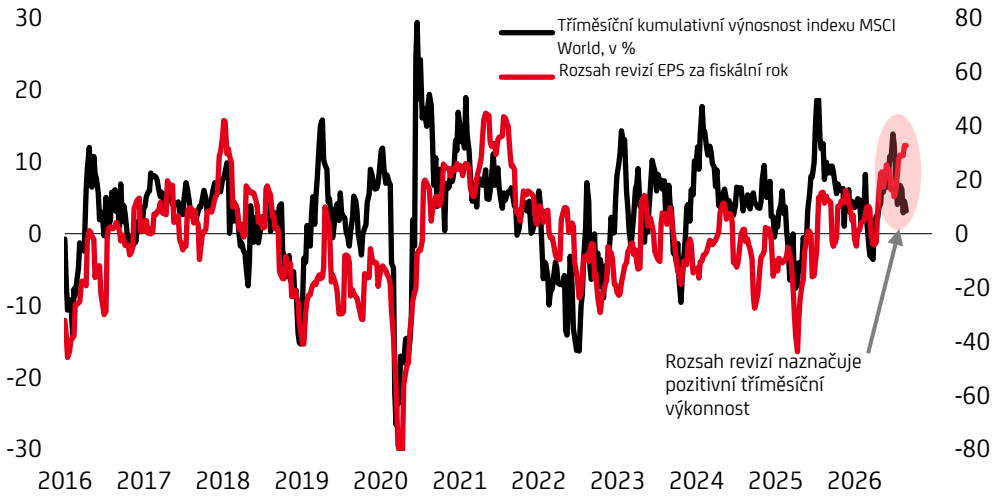
Náš výhled pro globální akciové trhy je i nadále konstruktivní, přičemž rozvíjející se trhy zůstávají naším preferovaným regionem, a to díky atraktivnímu ocenění a významnému zastoupení klíčových témat dlouhodobého růstu. Zároveň evropské akcie stále více zpochybňují dlouhodobě zakořeněné představy investorů. Růst zisků se zrychluje, ziskovost se zlepšuje a výkonnost na trhu je lepší, než se obecně předpokládalo. Ačkoli Evropa i nadále čelí strukturálním výzvám v oblasti inovací, politiky a alokace kapitálu, stává se díky kombinaci stabilních zisků, atraktivního ocenění a silné tvorby peněžních prostředků stále přitažlivějším regionem pro diverzifikaci. Naopak vzhledem k riziku dalšího růstu úrokových sazeb na kapitálových trzích se zdá, že dlouhodobá dominance amerických technologických akcií s vysokou tržní kapitalizací v nadcházejících měsících pravděpodobně oslabí. V této souvislosti vidíme rostoucí potenciál pro růst v odvětvích financí a průmyslu, a to jak na amerických, tak na evropských trzích.

Po letech, kdy na trhu dominovaly akcie technologických společností, se objevují náznaky, že na přední příčky se v USA dostanou i jiné akcie. Rostoucí dlouhodobé úrokové sazby se stávají překážkou pro růstové akcie, protože vyšší diskontní sazby snižují současnou hodnotu budoucích peněžních toků a omezují prostor pro růst jejich tržní hodnoty. Zároveň však bezprecedentní rozsah investic do umělé inteligence vyvíjí tlak na tvorbu volných peněžních toků u několika předních amerických technologických společností. To však neznamená, že by tento sektor nemohl i nadále přinášet kladné výnosy. Spíš to naznačuje vyváženější tržní prostředí, v němž k celkovému výkonu přispívá širší spektrum odvětví. V této souvislosti by index S&P 500 Equal Weight mohl mít dobré předpoklady k tomu, aby překonal tradiční index S&P 500 vážený tržní kapitalizací, jehož výnosy se i nadále výrazně soustřeďují na malý počet technologických gigantů.

Evropské akcie vstupují do příznivější fáze. Po několika letech, kdy vývoj zisků v podstatě stagnoval, vykazuje dynamika zisků podniků jasné známky zlepšení, k čemuž přispívá i postupné oživení evropské ekonomiky. Zároveň rostoucí výnosy vytvářejí příznivé podmínky pro sektory zaměřené na hodnotu, které na evropském trhu mají významný podíl. Vzhledem ke složení evropského hospodářství se zdá, že tento region má obzvláště dobré předpoklady k tomu, aby těžil z širší sektorové rotace a oživení ekonomické aktivity. Podle našeho názoru představuje kombinace zrychlujícího se růstu zisků, příznivějšího makroekonomického prostředí a zaměření na hodnotové akcie v Evropě pádný argument ve prospěch evropských akcií.

GRAF 2.1: REVIZE ODHADŮ ZISKŮ NAZNAČUJÍ SILNÉ VÝSLEDKY VE 4. ČTVRTLETÍ ROKU 2026

HLAVNÍM FAKTOREM OVLIVŇUJÍCÍM VÝNOSY NA AKCIOVÉM TRHU JSOU POZITIVNÍ REVIZE ZISKŮ



Zdroj: LSEG Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit
Poznámka: Rozsah revizí zisku na akcii (EPS) za fiskální rok: (počet kladných revizí – počet záporných revizí) / celkový počet revizí

Cenné papíry s pevným výnosem

Státní dluhopisy: Je stále na místě opatrný přístup

Obnovené napětí na Blízkém východě vedlo k růstu cen ropy a zemního plynu, což během léta znovu vyvolalo tlak na prodej státních dluhopisů. K tomu se přidávají rostoucí obavy, že emise související s umělou inteligencí by mohly vytlačovat státní půjčky, čímž by se zostřila konkurence o kapitál a v konečném důsledku by to vedlo k nárůstu reálných výnosů. Kromě toho vyvolaly jestřábí výroky předsedy Fedu Kevina Warshe v Jackson Hole přehodnocení očekávání ohledně Fedu, což vyvolalo další tlak na růst výnosů krátkodobých dluhopisů. Jak ukazuje graf 2.2, výnosy státních dluhopisů od začátku roku výrazně vzrostly, přičemž k výraznému zploštění výnosové křivky u dlouhodobých dluhopisů došlo zejména v první polovině roku 2026. Od začátku července se však výnosové křivky vyvíjely převážně paralelně.

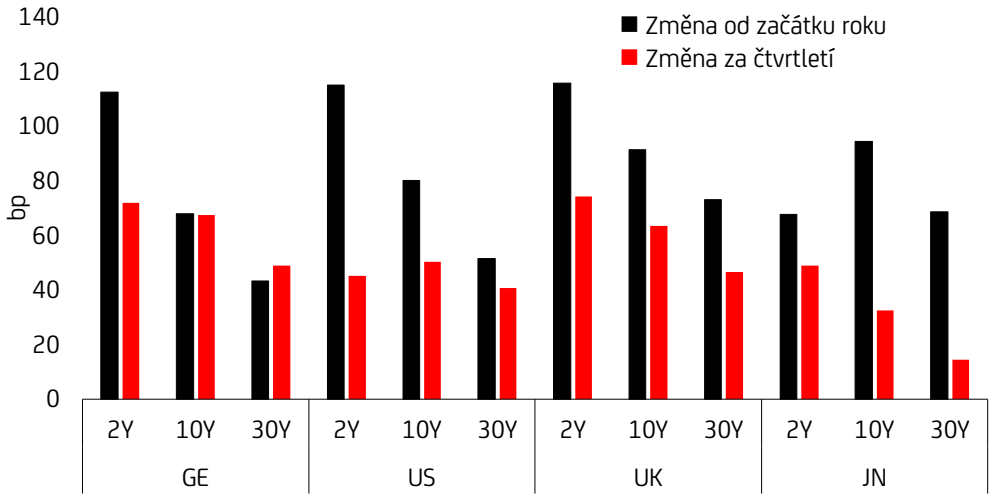
Přehodnotili jsme nedávný nárůst výnosů a aktualizovali jsme naše prognózy tak, aby zohledňovaly výraznější než původně očekávané zpřísňování měnové politiky ze strany Fedu a ECB. **Nyní očekáváme, že výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů (UST) na konci roku dosáhnou 4,75 %, zatímco výnosy desetiletých německých státních dluhopisů (Bund) by se měly pohybovat kolem 3,20 %.** Ačkoli vyšší úrokové sazby pravděpodobně mechanicky zvýší výnosy dvouletých dluhopisů, očekáváme, že výnosové křivky zůstanou v dohledné budoucnosti relativně ploché, přičemž k jejich strmému nárůstu dojde, jakmile se začnou rýsovat očekávání ohledně snižování sazeb, což by mohlo být přibližně koncem roku 2027. Uvedené vychází z našeho názoru, že hlavní centrální banky budou úrokové sazby dále posouvat do restriktivního pásma především s cílem omezit inflační očekávání, nikoli však s cílem brzdit ekonomiku, která se stala strukturálně silnější.

Růst výnosů, které v mnoha zemích dosáhly nejvyšších hodnot za několik let, vyvolal bouřlivou debatu o otázkách, jako je zájem o duraci, rizikové prémie a soutěžení o kapitál. Nedávný vývoj výnosů považujeme za přehodnocení cen, které do značné míry odráží vyšší úrokové sazby v jednotlivých zemích ve srovnání s uplynulým desetiletím. Na dlouhém konci výnosové křivky přetrvávají rizika související s rizikovými prémiemi a veřejnými financemi, potenciálně méně předvídatelným jednáním Fedu a oslabující poptávkou po amerických aktivech v kontextu geopolitické nejistoty.

V současných tržních podmínkách zachováváme opatrný přístup k americkým státním dluhopisům (UST), zatímco ke (klíčovým) evropským státním dluhopisům zaujímáme spíš neutrální postoj. Nejistota ohledně inflačních výhledů, roztříštěnější geopolitická situace a vyhlídky na hojnou nabídku ze strany vlád i soukromých institucí pak v každém případě naznačují, že je vhodné zachovat opatrný přístup k expozici vůči duraci.

GRAF 2.2: VÝNOSY STÁTNÍCH DLUHOPISŮ PLOŠNĚ ROSTOU

ZMĚNY VÝNOSŮ (BB)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Podnikové úvěry: Carry zůstává klíčovým zdrojem výnosů

Rostoucí výnosy a ceny ropy spolu s trvale vysokou nabídkou nových dluhopisů vytvářejí ve druhé polovině roku náročné podmínky pro evropský úvěrový trh, což by mělo vést k postupnému rozšiřování spreadů.

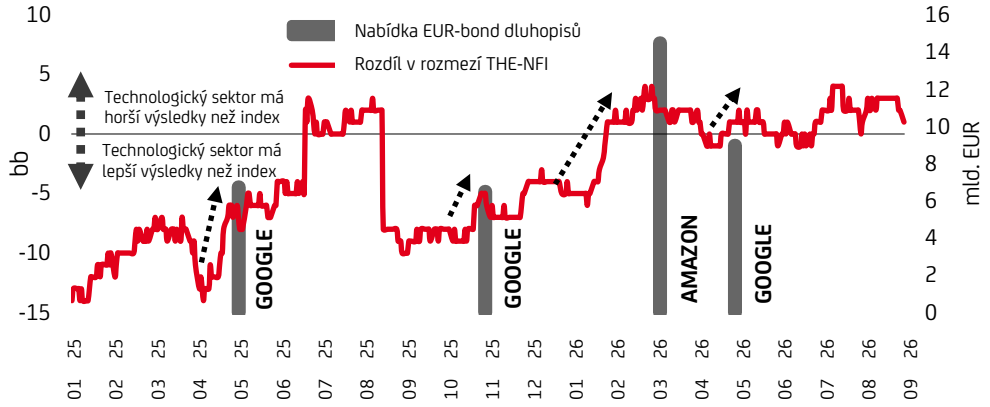
Prémie za úvěrové riziko u nefinančních subjektů se v posledních několika týdnech začaly mírně zvyšovat, protože přetrvávající napětí v Hormuzském průlivu tlačí ceny ropy nahoru, což ještě více zvyšuje rizika pro hospodářský růst způsobená nízkými zásobami plynu. To pravděpodobně negativně ovlivní zájem o evropské dluhopisy, které se i nadále obchodují s úvěrovými rizikovými prémiemi blížícími se historicky nízkým hodnotám. Zatímco sektory základních surovin, ropy a plynu mají potenciál dosáhnout nadprůměrných výsledků, nadále zastáváme negativní názor na chemický průmysl, cestovní ruch a odvětví volného času i technologický sektor. Ačkoli technologický sektor vykazuje silné úvěrové ukazatele, potýká se s obrovskými kapitálovými výdaji, které hyperscaleři vynakládají. Pět největších hyperscalerů – Amazon, Google, Microsoft, Alphabet a Oracle – plánuje v roce 2026 investovat celkem 710 mld. USD, což je téměř o 60 % více než v loňském roce; v roce 2027 by jejich kapitálové výdaje měly dosáhnout 1 bilionu USD. Ačkoli se většina financování realizuje prostřednictvím soukromého kapitálu a soukromých úvěrů, relativně nízké náklady na financování v eurech vedly k tomu, že hyperscaleři vydávají také reverzní Yankee dluhopisy. Je však nepravděpodobné, že by tyto relativně nízké objemy ve srovnání s celkovým trhem měly významný dopad na evropský úvěrový trh jako celek. Vzhledem k tomu, že technologický sektor patří mezi ty menší, vedly jednotlivé problémy v posledních dvou letech k podprůměrné výkonnosti.

Emise krytých dluhopisů ze strany bank zůstaly v roce 2026 mimořádně silné, přičemž bylo od začátku roku 2026 emitováno 168 mld. EUR a v červnu a srpnu byla zaznamenána rekordně vysoká aktivita na primárním trhu (červenec byl v důsledku letních prázdnin tichý), což nás vedlo ke zvýšení naší prognózy financování za celý rok ze 165–170 mld. EUR na 175–180 mld. EUR. Vzhledem k tomu, že jsou splatné kryté dluhopisy v hodnotě 159 mld. EUR, znamená to čistou nabídku ve výši 26–31 mld. EUR, přičemž ve zbývající části roku 2026 se očekává další emise krytých dluhopisů v objemu 7–12 mld. EUR. Objem emisí prioritních nezajištěných bankovních dluhopisů dosáhl výše 182 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 8 mld. EUR. Potvrzujeme naši původní prognózu prioritního financování na celý rok 2026 ve výši 220–240 mld. EUR, i když objem emisí se pravděpodobně bude blížit spíš dolní hranici tohoto rozmezí. Pro zbývající část roku 2026 očekáváme dodatečné prioritní financování ve výši přibližně 40 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 nabídku očekávanou v roce 2026 bez problémů vstřebá.

GRAF 2.3: EMISE DLUHOPISŮ HYPERSCALERŮ DENOMINOVANÝCH V EURECH A RELATIVNÍ VÝKONNOST TECHNOLOGICKÉHO SEKTORU

V MLD. EUR A V BAZICKÝCH BODECH



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

Směnné kurzy

EUR–USD: Stabilizace nad hranicí 1,15 je stále pravděpodobnější než prudký a definitivní pokles pod tuto hranici

K srpnovému růstu kurzu EUR–USD na úroveň 1,1711 přispěly nižší objemy obchodování během letních měsíců a vedlejší účinky poklesu kurzu USD–JPY po společné devizové intervenci Japonské centrální banky a amerického ministerstva financí na konci července.

Kurz EUR–USD následně klesl pod hranici 1,16 poté, co předseda Fedu Kevin Warsh vystoupil v Jackson Hole, kde zopakoval, že Fed „má ještě co dělat“, což donutilo trhy přehodnotit očekávání ohledně dalšího zpřísňování měnové politiky.

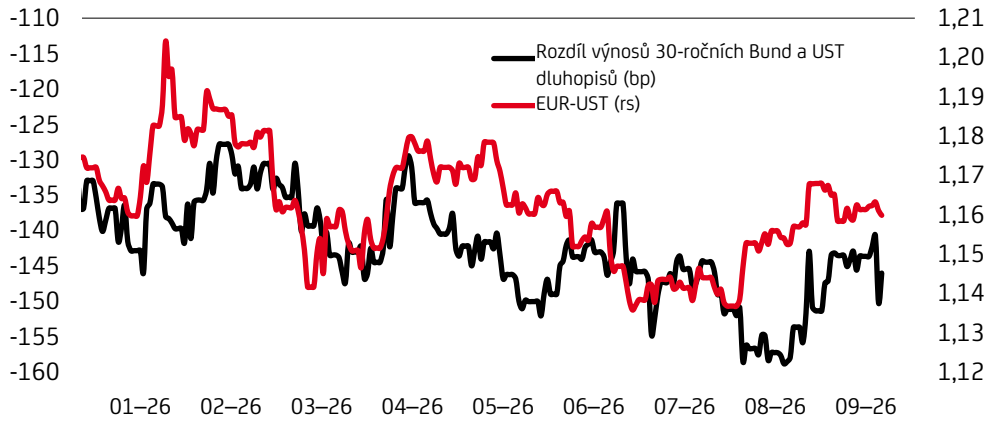
Znovu se stupňující napětí na Blízkém východě poskytlo americkému dolaru další podporu, což na začátku tohoto týdne stáhlo kurz EUR–USD zpět k úrovni 1,15. **Pokud jde o budoucí výhled, i nadále očekáváme ve zbývající části roku 2026 a v roce 2027 mírně slabší americký dolar a tím pádem mírně silnější euro.** Zvýšení úrokových sazeb, která podle našich očekávání učiní Fed, jsou již dostatečně zohledněna v termínové křivce, a proto je v tuto chvíli nepravděpodobné, že by americkou měnu výrazně posílila. Americká měna však může být negativně ovlivněna možným nárůstem napětí mezi americkým ministerstvem financí a Federálním rezervním systémem ohledně řízení úrokových sazeb a dlouhodobých výnosů.

Z níže uvedeného grafu je patrné, že měnový pár EUR–USD reaguje na zúžení výnosových spreadů mezi německými státními dluhopisy (Bund) a americkými státními dluhopisy (UST) i u mimořádně dlouhých splatností (30 let), což odráží možné obavy ohledně zadlužení. Kromě toho by americká vláda mohla v souvislosti s patovou situací ohledně dovozních cel upřednostňovat slabší dolar před listopadovými volbami do Kongresu, aby podpořila americký vývoz.

Stručně řečeno, v této chvíli by k prudkému oživení amerického dolaru, kdy by se dolar dostal do referenčního pásma na úrovni 1,15–1,10, mohlo dojít pouze v případě dalšího náhlého a rozsáhlého nárůstu globální averze k riziku nebo intenzivnějšího přehodnocení výhledu zvyšování úrokových sazeb v USA. Prozatím jsme i nadále přesvědčeni, že stabilizace mírně nad hranicí 1,15 je stále pravděpodobnější než prudký a definitivní průlom, a proto zachováváme naše cíle pro kurz EUR–USD na úrovni 1,17 do 4. čtvrtletí roku 2026 a 1,19 do 4. čtvrtletí roku 2027.

GRAF 2.4: KURZ EUR–USD REAGUJE CITLIVĚ NA VÝNOSOVÉ ROZPĚTÍ, A TO I U DLUHOPISŮ S DELŠÍ DOBOU SPLATNOSTI

KURZ EUR–USD A VÝNOSOVÉ ROZPĚTÍ MEZI TŘICETILETÝMI NĚMECKÝMI DLUHOPISY (BUND) A AMERICKÝMI STÁTNÍMI DLUHOPISY (UST)



Zdroj: LSEG, Investiční institut společnosti UniCredit

Komodity

Ropa

Vzhledem k eskalaci napětí mezi USA a Íránem vzrostly ceny ropy nad hranici 105 USD za barel, neboť se zvyšovaly obavy ohledně globální nabídky. Uvedené je zohledněno v úpravě krátkodobého výhledu pro ropný trh. Řada narušení regionálních energetických toků, obnovené útoky na infrastrukturu a nejistota ohledně námořní dopravy přes Hormuzský průliv opět posunuly vývoj na Blízkém východě do popředí zájmu trhu. Ačkoli nárůst ceny ropy Brent částečně odráží vyšší geopolitickou rizikovou prémii, došlo k němu zároveň se zhoršením základních tržních fundamentů. Celosvětové zásoby nadále klesají, trhy s rafinovanými produkty začínají být napjaté a výpadky v dodávkách omezují schopnost trhu obnovit zásoby. Čína nemusí být tak silným vyrovnávacím faktorem jako na začátku roku, kdy omezila dovoz a během počátečního nabídkového šoku se spoléhala na zásoby, což pomohlo zmírnit tlaky na světových ropných trzích. S tím, jak se čínské zásoby vyčerpávají, může tento kompenzační efekt postupně slábnout. Nedávné události naznačují, že se situace na straně nabídky na Blízkém východě může normalizovat pomaleji, než se původně předpokládalo. Proto **jsme nedávno zvýšili naši prognózu ceny ropy Brent pro 4. čtvrtletí roku 2026 na 87 USD za barel.**

Zemní plyn

Referenční cena evropského zemního plynu (TTF) od ukončení příměří mezi USA a Íránem dne 8. července prudce vzrostla o 72 % na 80 EUR/MWh. Navzdory rostoucím cenám se poptávka po plynu v průběhu léta zvýšila, protože Asie dovážela více zkapalněného zemního plynu (LNG) k napájení chladicích systémů, když teploty stouply nad průměrné hodnoty posledních let. Evropští dovozci plynu v tomto prostředí rostoucích cen omezili nákupy, což vedlo k tomu, že mají velmi nízké zásoby. Na konci srpna činila úroveň zásob plynu 65 %, což bylo o 12 procentních bodů méně než v předchozím roce a výrazně pod cílovou hodnotou 80 % – a to dva měsíce před oficiálním začátkem zimní topné sezony. Ačkoli očekáváme, že evropští regulátoři využijí povolenou flexibilitu ke snížení tohoto cíle na 75 %, bude zajištění dostatečných zásob i nadále představovat výzvu, jelikož vzhledem k nejistotě ohledně blízké budoucnosti se marže dovozců minimalizovaly. Tyto nepříznivé podmínky pro nadcházející měsíce pravděpodobně udrží cenu TTF na vysoké úrovni. Naše prognóza pro nadcházející čtvrtletí počítá spíš s trvajícím zmrazeným konfliktem než s obnovením vojenských operací. **Očekáváme, že průměrná cena TTF ve 4. čtvrtletí roku 2026 dosáhne 60 EUR/MWh a v 1. čtvrtletí roku 2027 pak 55 EUR/MWh.**

Zlato

Cena zlata se v poslední době pohybovala kolem 4300 USD za unci, avšak vztah mezi zlatem a úrokovými sazbami se stal složitějším. Ačkoli vyšší výnosy amerických státních dluhopisů a vyšší krátkodobé sazby představují i nadále překážku, protože zvyšují náklady obětované příležitosti spojené s držením aktiv bez výnosu, investoři se soustředí spíš na tvar výnosové křivky než pouze na úroveň výnosů. Strmější křivka způsobená silnějším růstem a očekávaným zvýšením rovnovážné úrokové sazby by pro zlato měla zpravidla negativní dopad. Strmější výnosová křivka, což je způsobené rozpočtovými schodky, obavami o udržitelnost dluhu a vyššími termínovými prémiemi však může mít pozitivní vliv, zejména pokud oslabí důvěru v americký dolar. V této souvislosti zachováváme u zlata neutrální až mírně konstruktivní výhled. Podpůrným faktorem jsou trvalé nákupy centrálních bank, oživující příliv prostředků do ETF, poptávka po diverzifikaci portfolia a obavy o zachování kupní síly v kontextu vysokých rozpočtových deficitů a rostoucího veřejného dluhu. **Upravili jsme náš prognózovaný rozsah cen na konci roku 2026 na 4300–5000 USD za unci** a očekáváme, že se cena zlata bude pohybovat v daném rozmezí s mírnou tendencí dosahovat vyšší hranice. Ačkoli vyšší úrokové sazby mohou omezit potenciál růstu, fiskální rizika a rizika související s dluhem by spolu se slabším americkým dolarem měla pomoci vyvážit tyto nepříznivé vlivy a omezit rizika poklesu.

Předpovědní tabulky

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A SALD STÁTNÍCH ROZPOČTŮ

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

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit
* Eurozóna bez Irska: 1,0 % (2025), 1,1 % (2026) a 1,2 % (2027).
** Údaje neupravené podle pracovních dnů. Upraveno podle pracovních dnů: 0,3 % (2025), 1,0 % (2026) a 1,5 % (2027).

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

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

	Aktuální	4Q26	1Q27	2Q27
Eurozóna:				
Depozitní sazba	2,50	2,75	2,75	2,75
3M Euribor	2,66	2,80	2,80	2,80
Dvouleté Schatz	3,22	2,85	2,80	2,70
Desetileté Bund	3,51	3,20	3,20	3,15
Dvouletý EUR swap	3,47	3,00	2,95	2,85
Desetiletý EUR swap	3,55	3,25	3,25	3,20
Rozdíl mezi desetiletým swapem a německými státními dluhopisy	4	5	5	5
Dvouleté BTP	3,41	3,05	3,00	2,90
Desetileté BTP	4,36	3,95	3,95	3,95
Spread desetiletých BTP a Bundů	86	75	75	80
USA				
Mezibankovní Fed funds rate	4,00	4,25	4,25	4,25
3M OIS SOFR	4,01	4,17	4,17	4,17
Dvouleté UST	4,74	4,35	4,35	4,30
Desetileté UST	5,02	4,75	4,75	4,75
Spread desetiletých UST a Bundů	152	155	155	160

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	Aktuální	4Q26	1Q27	2Q27
EUR–USD	1,15	1,17	1,18	1,18
USD–JPY	155	157	155	154
EUR–JPY	179	184	183	182
GBP–USD	1,35	1,34	1,33	1,33
EUR–GBP	0,86	0,87	0,89	0,89
USD–CNY	6,71	6,70	6,69	6,67
EUR–CNY	7,74	7,84	7,89	7,87

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	Aktuální	Konec r. 2026	Polovina r. 2027
Ropa			
Brent USD/barel	105	87	78
Akcie			
Euro STOXX 50	6 271	6 600	6 800
STOXX Europe 600	637	670	700
DAX	25 538	27 500	28 500
MSCI Italy	134	140	145
S&P 500	7 553	7 900	8 200
Nasdaq 100	28 945	30 000	32 000
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	80	80	80
iBoxx Banks Senior	77	75	75
iBoxx High Yield NFI	286	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 do	14. 9. 21 14. 9. 22	14. 9. 22 14. 9. 23	14. 9. 23 14. 9. 24	14. 9. 24 14. 9. 25	14. 9. 25 14. 9. 26	14. 9. 21 14. 9. 26	1. 1. 26 14. 9. 26
AKCIOVÉ INDEXY (CELKOVÝ VÝNOS, V %)							
MSCI World (v USD)	–14,3	16,5	24,2	19,9	17,3	72,8	12,2
MSCI Emerging Markets (v USD)	–23,2	5,3	13,5	26,7	30,9	50,5	22,9
MSCI US (v USD)	–11,6	15,8	26,7	19,9	16,7	79,4	12,1
MSCI Europe (v EUR)	–6,1	14,3	15,3	11,6	18,2	61,9	10,4
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	–23,8	10,0	15,3	24,0	27,6	52,4	22,7
STOXX Europe 600 (v EUR)	–7,9	14,1	15,6	12,0	18,2	59,6	10,2
DAX 40 (Německo, v EUR)	–17,1	21,3	18,3	28,0	7,4	62,0	3,9
MSCI Italy (v EUR)	–8,0	35,4	25,0	33,1	24,6	158,1	16,6
ATX (Rakousko, v EUR)	–14,7	12,7	19,1	35,8	49,9	131,7	30,8
SMI (Švýcarsko, v CHF)	–8,6	6,5	12,0	5,0	17,3	33,9	7,7
S&P 500 (USA, v USD)	–9,8	16,1	26,7	19,2	17,1	83,2	12,2
Nikkei (Japonsko, v JPY)	–7,5	21,9	12,3	23,9	44,3	129,8	27,3
CSI 300 (Čína, v jüanech)	–15,6	–5,8	–12,9	46,4	1,4	1,7	–1,5
INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)							
Státní dluhopisy USA desetileté (v USD)	–15,7	–3,7	9,4	1,4	–2,5	–12,1	–3,4
Německé státní dluhopisy desetileté (v EUR)	–16,3	–4,8	6,5	–1,8	–3,2	–19,4	–2,9
Státní dluhopisy EUR jednoleté – desetileté (iBOXX, v EUR)	–15,5	–3,5	7,2	0,3	–2,2	–14,1	–2,5
Podnikové dluhopisy EUR jednoleté – desetileté (iBOXX, v EUR)	–13,6	1,2	8,2	4,1	–0,8	–2,3	–1,2
VÝNOSY DLUHOPISŮ (ZMĚNA V BAZICKÝCH BODECH = 0,01 PROCENTNÍHO BODU)							
Státní dluhopisy USA desetileté (v USD)	213	88	–64	37	93	365	83
Německé státní dluhopisy desetileté (v EUR)	204	87	–48	58	84	384	68
Státní dluhopisy EUR jednoleté – desetileté (iBOXX, v EUR)	220	91	–52	39	82	379	73
Podnikové dluhopisy EUR jednoleté – desetileté (iBOXX, v EUR)	321	66	–90	–10	106	393	90
SMĚNNÉ KURZY EURA (ZMĚNA V %)							
Americký dolar (EUR–USD)	–15,4	7,4	3,3	6,4	–1,4	–1,9	–1,7
Britská libra (EUR–GBP)	1,5	–0,6	–1,8	2,5	–1,1	0,6	–1,9
Švýcarský frank (EUR–CHF)	–11,7	–0,2	–2,1	–0,7	0,9	–13,3	1,3
Japonský jen (EUR–JPY)	10,0	10,5	–1,2	10,4	3,0	37,7	–3,0
KOMODITY (ZMĚNA V %)							
Komoditní index (GSCI, v USD)	–6,4	12,3	34,3	41,4	17,2	132,6	–0,8
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	–13,0	–0,8	6,7	8,3	27,5	23,7	10,1
Zlato (v USD za ryzí unci)	–5,7	12,1	34,7	42,9	17,4	138,3	–1,1
Ropa (Brent, v USD za barel)	27,7	–0,2	–22,9	–8,0	57,5	43,3	73,4

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (ke 14. září 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

PŘISPĚVATELÉ

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 REDAKTOR

Chiara Silvestre

Andreas Rees

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

E 25/1

Informace a údaje uvedené v tomto dokumentu jsou aktualizovány ke 14. září 2026.