

Kompas

2026



Předmluva

1. prosince 2025

Vážení klienti,

s potěšením vám představujeme *Kompas 2026*, naši stěžejní každoroční publikaci, která nabízí osobitý evropský pohled na světovou ekonomiku a finanční trhy.

Druhé prezidentské období Donalda Trumpa se ukázalo být bouřlivější a ničivější, než si mnozí ještě před rokem představovali. Starý globální řád se rozpadá, ale nový zatím není nastaven. Můžeme si všimnout některých obrysů vystupujících z mlhy: intervencionističtější stát, převaha národních zájmů nad globálními pravidly a větší orientace USA na sebe sama.

Navzdory odolnému globálnímu růstu v roce 2025 a vysoké výkonnosti akciových trhů podporované boomem v oblasti umělé inteligence přetrvává nejistota. Nadšení z transformačního potenciálu umělé inteligence bylo zmírněno obavami ze slábnoucího světového řádu přezdívaného Pax Americana. Americký dolar vůči hlavním měnám oslabil zhruba o 10 %, zatímco zlato se vyšplhalo na rekordní hodnoty.

Do budoucna se dá očekávat, že rok 2026 bude probíhat v podobném duchu. Trhu bude i nadále dominovat umělá inteligence, zatímco nepředvídatelná politika prezidenta Donalda Trumpa bude nadále vnášet volatilitu do obchodu, fiskální politiky, bezpečnosti a imigrace. Obáváme se zejména potenciální politizace Fedu.

V tomto prostředí je pro investory zásadní agilita a diverzifikace. Ocenění zůstává zvýšené, což ponechává jen malý prostor pro neuspokojivé údaje a posiluje význam zvolení vhodné pozice a řízení rizik.

Zveme Vás k návštěvě našeho druhého vydání *Kompasu*, ve kterém se těmito tématy podrobně zabýváme a popisujeme jejich důsledky pro investory.

S přáním všeho nejlepšího do příštího roku!

Manuela

Manuela D'Onofrio
předseda Investičního institutu

Fabio

Fabio Petti
jeden z předsedů Investičního institutu

NOVÁ PODOBA SVĚTA? 2

Následné otřesy Trumpovy politiky

NÁŠ PŘÍBĚH 3

NÁZORY NA MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 4

2026: Rok geoeconomických změn, nikoli otřesů

NÁZORY NA VÝVOJ NA TRHU 14

Opatrný optimismus:
Ochota víc riskovat se střetává
s geopolitickou realitou

HLAVNÍ PŘÍBĚHY PRO ROK 2026 21

1. Konfrontace Evropy s realitou v roce 2026
2. Dilema Evropy ohledně kritických surovin
3. Rizika a příležitosti na soukromém úvěrovém trhu

CO KDYŽ SE MÝLÍME? 30

1. Prudký nárůst investic do umělé inteligence: Ignorujeme rizika?
2. Mohla by Evropa nahradit USA jako referenční trh?

INVESTIČNÍ MYŠLENKY 38

PŘEDPOVĚDNÍ TABULKY 40



Nová podoba světa?

Edoardo Campanella,

ředitel a šéfredaktor Investičního institutu

Následné otřesy Trumpovy politiky

V seismologii následují po silném zemětřesení obvykle další otřesy – menší, které se mohou vyskytovat po určitou dobu, než se zemská kůra přizpůsobí. Jestliže v roce 2025 proběhlo zemětřesení spojené s druhým volebním obdobím prezidenta Trumpa, v roce 2026 se dočkáme následného otřesu. Světová ekonomika se v příštím roce pravděpodobně opět otřese, i když rozsah otřesů bude mnohem omezenější než v letošním roce.

Americký prezident Donald Trump má stále spoustu možností, jak otřást trhy – a nebude váhat jednat, pokud uvidí politický zisk, bez ohledu na to, jak krátkozraké to může být. Od svého návratu do Bílého domu však otevřel tolik front tak radikálním způsobem, že jakýkoli budoucí krok bude pravděpodobně spíš postupný než mimořádně rozsáhlý.

POLITICKÁ OMEZENÍ

Vzhledem k blížícím se volbám v polovině volebního období bude Trump pravděpodobně jednat opatrně, aby se vyhnul destabilizaci ekonomiky prostřednictvím zdrcujících kroků. Vzhledem k tomu, že jeho preference u voličů klesají, snaží se Trump řešit krizi cenové dostupnosti přehodnocením cel na potravinářské výrobky a přerozdělením části výnosů z cel všem Američanům s výjimkou těch s nejvyššími příjmy.

Mnohá politická rozhodnutí přijatá v roce 2025 mu budou v příštím roce svazovat ruce. Vzhledem k tomu, že schodek federálního rozpočtu přesahuje 6 % HDP, není prostor pro další velký krásný zákon (One Big Beautiful Bill). V příštím roce se plně projeví dopad fiskálních opatření schválených před létem. V důsledku propouštění a zmrazení přijímání zaměstnanců mají federální úřady nedostatek zaměstnanců, což omezuje možnosti příštích škrtů. Další „Den osvobození“ v podobě globálního zvýšení cel nepřichází v úvahu. Spojené státy se stále potýkají s důsledky prvního kola vzájemných cel. Pravděpodobnější je, že Trump přehodnotí konkrétní obchodní dohody podepsané v nedávné době a pohrozí novými protekcionistickými opatřeními, aby v případě eskalace napětí získal na některé země vliv.

Hlavní nejistota spočívá v politice Fedu. Politické zásahy budou nejspíš narůstat, ale oddělení pravomocí a kontrolní mechanismy – včetně Nejvyššího soudu – činí úplné převzetí moci nepravděpodobným. Do roku 2027 očekáváme pouze dvě další snížení sazeb, neboť přirozená sazba se v souvislosti s boomem umělé inteligence, nízkými úsporami domácností a vysokým fiskálním deficitem posouvá výš.

NÁSLEDNÉ OTŘESY TRUMPOVY POLITIKY BUDOU CÍTIT PO CELÉM SVĚTĚ

Čína se na rozpad globálního řádu připravuje již téměř deset let. Strategie soběstačnosti se vyplácí, a to i v oblasti polovodičů, kde je Čína tradičně závislá na USA. Ačkoli jsou plody tohoto prozíravého politického přístupu patrné na straně nabídky, kdy se čínská výroba zřetelně posunula na vyšší úroveň v globálních hodnotových řetězcích, domácí poptávka je stále příliš slabá. Závislost na vývozu tak zůstává silná a je zdrojem zranitelnosti. Obchodní příměří s Washingtonem zřejmě potrvá až do

podzimu příštího roku, ale Peking se nebude vyhýbat tomu, aby v případě potřeby využil jako zbraň vývoz kritických materiálů. Současně se asi zintenzivní technologický závod s USA, přičemž Čína se víc zaměří na aplikace umělé inteligence a USA na základní modely umělé inteligence.

Evropa se snaží přizpůsobit Trumpově řádu bez pravidel, který se řídí výhradně národními zájmy. Po odvážných oznámeních vydaných v roce 2025 (německé fiskální bazuze a významných obranných iniciativách) musí být rok 2026 rokem realizace a výsledků v praxi. Následný otřes, který bude méně intenzivní než původní zemětřesení, může oslabit odhodlání Evropy čelit novým výzvám a zvýšit pravděpodobnost nesystematického a neuceleného přístupu.

Přesto se příští rok v oblastech, kde je smysluplný pokrok na dosah, možná dočkáme vzniku koalic ochotných. Je zapotřebí ochota investovat politický kapitál, přijmout skutečně evropský přístup a dotáhnout věci do konce.



DŮSLEDKY PRO TRH

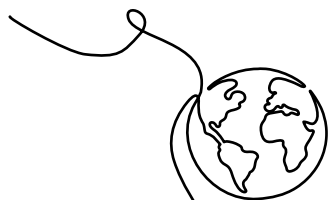
Pro trhy bude příští otřes jistě méně destabilizující než ten původní. Z tohoto důvodu může tlak na americký dolar poněkud polevit, i když jeho budoucnost jako bezpečného přístavu zůstává nejistá. Stejně tak výnosy státních dluhopisů na obou stranách Atlantiku budou v horizontu naší prognózy pravděpodobně mírně vyšší. Zlato může stále těžit z nejistoty, kterou vyvolává přechod od jednoho globálního řádu k jinému.

Globální akciové trhy budou v příštím roce dále stoupat. Příběh umělé inteligence zůstává celkově nedotčen. Podle našeho názoru neexistuje bublina umělé inteligence, ale to neznamená, že neexistují žádná rizika. Musíme se na ně však dívat správnou optikou. Srovnání s internetovou bublinou je zavádějící. Sedm největších technologických společností (Mag 7) nejsou začínajícími podniky se zajímavými podnikatelskými nápady, ale bez produktů, které by mohly prodávat. Jsou to zralé, vysoce ziskové firmy s velkými hotovostními zůstatky. Lepší analogií je tedy v tomto případě železniční mánie z poloviny 19. století ve Velké Británii. Tehdy bublina splaskla kvůli nadměrné finanční páce a nadměrné kapacitě. Klíčovou zranitelnou oblastí boomeru umělé inteligence je skutečně budování infrastruktury umělé inteligence, kde hrozí vysoké riziko nadměrných investic.

První rok vlády druhé Trumpovy administrativy byl ve znamení rozvratu; to, co bude následovat v roce 2026, bude pravděpodobně spíš fázi přizpůsobení než další tektonickou změnou.

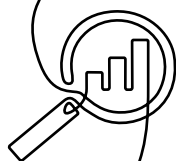


Náš příběh



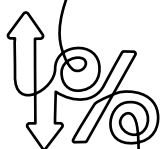
SVĚT

- Obchodní napětí přetrvává
- Soupeření mezi USA a Čínou se zostřuje a Evropa je sevřena mezi nimi
- Globální ekonomika vykazuje adaptivní odolnost



RŮST

- Solidní ekonomická expanze v USA, ale ve tvaru písmene K
- Mírný růst v eurozóně, přičemž Německo začíná používat fiskální bazuku
- Mírná expanze v Japonsku
- Další zpomalení v Číně



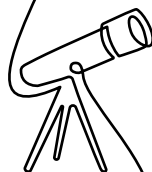
INFLACE

- Nad cílovou hodnotou v USA
- Kolem 2 % v eurozóně
- Přiblížení se cíli v Japonsku
- Deflační tlak v Číně



HLAVNÍ CENTRÁLNÍ BANKY

- Fed do roku 2027 sníží ještě dvakrát sazby
- ECB se v roce 2026 bude držet zpátky; jedno zvýšení koncem roku 2027
- Japonská CB bude postupně zvyšovat sazby
- Čínská CB bude dále uvolňovat měnovou politiku



TŘÍDY AKTIV

- Výnosy státních dluhopisů v USA i v eurozóně mírně vzrostly
- Pokračující růst globálních akcií v kontextu přetrvávající dynamiky v případě umělé inteligence
- Americký dolar dále neoslabuje tak intenzivně
- Ceny energií se celkově stabilizují
- Zlato je podporováno neměnnými dlouhodobými faktory



Názory na makroekonomický vývoj



REDAKTOŘI

Tullia Bucco

Andreas Rees

AUTOŘI

Tullia Bucco

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Roberto Mialich

Andreas Rees

Marco Valli

Daniel Vernazza

2026: Rok geoekonomických změn, nikoli otřesů

Konec roku 2025 se nese v duchu opatrného optimismu po bouřlivém období obchodních válek a nejistých příměrů. Mnoho zemí uzavřelo s USA rychlé dohody o clech, aby předešly totální obchodní válce. Jedno takové obchodní příměří uzavřela na poslední chvíli na konci října se Spojenými státy Čína. Tyto dohody uklidnily finanční trhy, ale nevyřešily základní geoekonomické napětí. Místo toho se světový obchod rozpadá na soupeřící bloky a politici se obávají, že by se mohla rozpoutat nová bouře. Podle našeho názoru je základním scénářem pro rok 2026 pokračování geoekonomických třenic, které však nepřerostou v plnohodnotnou obchodní válku. Tvůrci politik a podniky se budou muset s tímto novým normálem vypořádat. Jak se říká: Doufej v klid, ale připrav se na (určité) turbulence.

VYŠŠÍ TARIFY JSOU NOVOU REALITOU

Protekcionalismus Washingtonu není dočasnou taktikou, ale trvalou strategií. Vyšší americká cla považuje Trump za víceúčelový nástroj, který má podpořit přesun průmyslu, snížit obchodní schodek a vyvinout na Čínu a Evropu tlak, který je přiměje ustoupit. Pokud by Nejvyšší soud USA zrušil americká cla uvalená na základě zákona o mezinárodních výjimečných hospodářských pravomocích (International Emergency Economic Powers Act, IEEPA), Trumpova administrativa by pravděpodobně použila jiné americké zákony, aby cla udržela na vysoké úrovni. Podle našeho názoru zůstane nejistota v obchodní politice v roce 2026 zvýšená, i když její vrchol již pravděpodobně pominul.

ZOSTŘUJÍCÍ SE RIVALITA MEZI USA A ČÍNOU

Nejnovější obchodní příměří mezi USA a Čínou je spíš taktickou přestávkou než trvalým smírem v obchodní válce. Dočasné uvolnění cel a kontrol vývozu sice přináší určitou okamžitou úlevu, ale pravděpodobně nezabrání širšímu procesu oddělování ekonomik obou zemí, zejména v odvětvích špičkových technologií a kritických zdrojů. V roce 2025 se naplňovala koncepce používání vzájemné závislosti jako zbraně. Čína se úspěšně bránila proti americkým sankcím na výrobu čipů tím, že využila své dominantní postavení v oblasti kritických nerostných surovin. V nadcházejících letech se pravděpodobně zostří soupeření mezi USA a Čínou v oblasti nových technologií, jako je umělá inteligence, kvantová výpočetní technika a biotechnologie. Reálně lze očekávat, že dříve či později dojde k dalším protekcionistickým opatřením, protože každá z velmocí se bude snažit zpomalit pokrok té druhé.

EVROPA JE SEVRĚNA UPROSTŘED MEZI ČÍNOU A USA

EU se ocitla ve svízelné situaci v důsledku bezpečnostní závislosti na Washingtonu a ekonomické závislosti na Pekingu. Snaha o udržení křehké rovnováhy může být brzy znovu podrobena zkoušce, a to ze dvou důvodů. Za prvé čínské společnosti by mohly přesměrovat část svého vývozu z USA do Evropy. Za druhé nový obchodní rámec mezi USA a EU přinesl určitou krátkodobou úlevu, ale vytvořil politické závazky, jako jsou masivní nákupy energie a přímé zahraniční investice, které bude mít Evropa v letech 2026/2027 možná problém splnit. Trump by proto mohl tvrdit, že EU neplní svou část dohody, a znovu pohrozit zavedením vyšších cel.

ADAPTIVNÍ ODOLNOST GLOBÁLNÍ EKONOMIKY V ROCE 2026

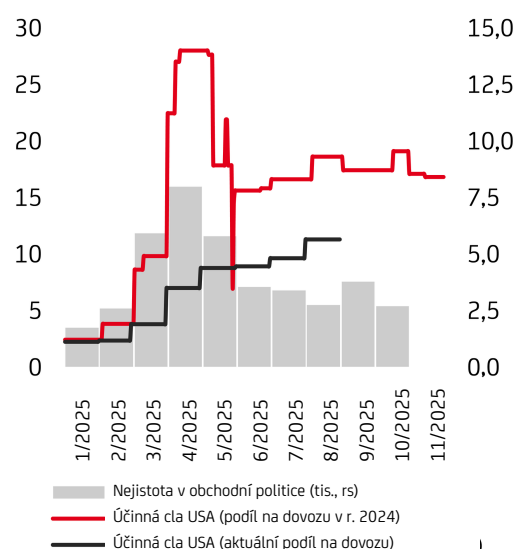
V roce 2026 očekáváme meziroční růst globálního HDP o 3,1 % a v roce 2027 o 3,2 %, zatímco v roce 2025 to bude 3,2 %. Třebaže větší protekcionismus do určité míry negativně ovlivní poptávku, soukromý sektor nadále vykazuje pozoruhodnou schopnost přizpůsobit se. Evropské podniky například na počátku roku 2025 předzásobily vývoz, zatímco jejich americké protějšky reorganizovaly dodavatelské řetězce, aby zmírnily dopad vyšších cel. Kromě toho si podniky mohou zvyknout na zvýšenou politickou nejistotu, což by snížilo negativní dopad na globální

ekonomiku. Ačkoli by se trend ročního růstu světového obchodu se zbožím mohl snížit ze 4 % na 2 až 3 %, zrychlující se obchod se službami to pravděpodobně vykompenzuje. Další digitalizace a umělá inteligence by mohly urychlit změnu složení světového obchodu směrem k vyššímu podílu služeb. Vlády mezitím dotují výrobu strategického zboží, jako jsou čipy a baterie, aby snížily závislost na Číně. Tyto snahy budou tlumit negativní dopady na poptávku, ale také zvýší úroveň veřejného dluhu. Pokud budou investoři požadovat vyšší výnosy za držení tohoto dluhu, mohou být centrální banky pod tlakem, aby stlačily výpůjční náklady.

DLOUHODOBÁ RIZIKA: FRAGMENTACE, NIŽŠÍ RŮST A VYŠŠÍ INFLACE

USA a Čína stále více zamezují obchodu a šíření technologií mimo své sféry vlivu a Evropa se ocitá uprostřed. Je proto pravděpodobné, že dojde ke strukturální změně v podobě rozdělení světové ekonomiky na soupeřící bloky. Roztříštěný svět je náchylnější k otřesům na straně nabídky, jako jsou cla a kontroly vývozu, které ovlivňují výrobní náklady. V dlouhodobém horizontu to znamená vyšší a volatilnější inflaci a slabší růst než v éře neomezené globalizace.

GRAF 1.1: NEJISTOTA V OBLASTI OBCHODU JIŽ PRAVDĚPODOBĚNĚ DOSÁHLA VRCHOLU
NEJISTOTA V OBCHODNÍ POLITICE USA A CLA



Zdroj: Economic Policy Uncertainty, Statistický úřad USA, Ministerstvo financí USA, The Yale Budget Lab, Investiční institut společnosti UniCredit



Ekonomika USA: Solidní, ale ve tvaru písmene K

Očekáváme, že americká ekonomika díky fiskální podpoře, investicím do umělé inteligence, určitému zmírnění politické nejistoty a příznivým finančním podmínkám vykáže v příštím roce (2,1 %) a v roce 2027 (2,0 %) **stabilní růst**. Shutdown, tedy omezení chodu vládních institucí ve Spojených státech, bude mít vliv na růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2025, ale tato ztráta se pravděpodobně téměř plně vyrovná v prvním čtvrtletí 2026. Hlavní otázkou je při pohledu do budoucna to, zda je větším rizikem nedávný slabý růst zaměstnanosti, nebo příliš vysoká inflace. My patříme do druhého tábora.

Hospodářská aktivita USA byla v roce 2025 **pozoruhodně odolná**, a to navzdory mnohem vyššímu clům a politické nejistotě, a z velké části díky silným investicím do umělé inteligence a výdajům domácností s vyššími příjmy. Domácnosti s nižšími příjmy jsou pod určitým tlakem (spodní část tzv. ekonomiky ve tvaru písmene K), ale neočekáváme, že by se tento tlak rozšířil. Nábor zaměstnanců výrazně zpomalil, i když to bylo způsobeno především nižší imigrací a částečně dopadem zvýšené ekonomické nejistoty a investic do umělé inteligence na poptávku po pracovní síle. Pokud je nižší nábor zaměstnanců způsoben nižší imigrací, není to známkou toho, že se ekonomice nedaří. Očekáváme, že zvýšená ekonomická nejistota se poněkud zmírní, nebo si firmy na nejistotu alespoň zvyknou. Počet nových pracovních míst by se měl zvýšit, ale s nižší elasticitou vůči růstu HDP, než je jejich historický vztah. Míra nezaměstnanosti se může zvýšit, ale pravděpodobně ne o mnoho.

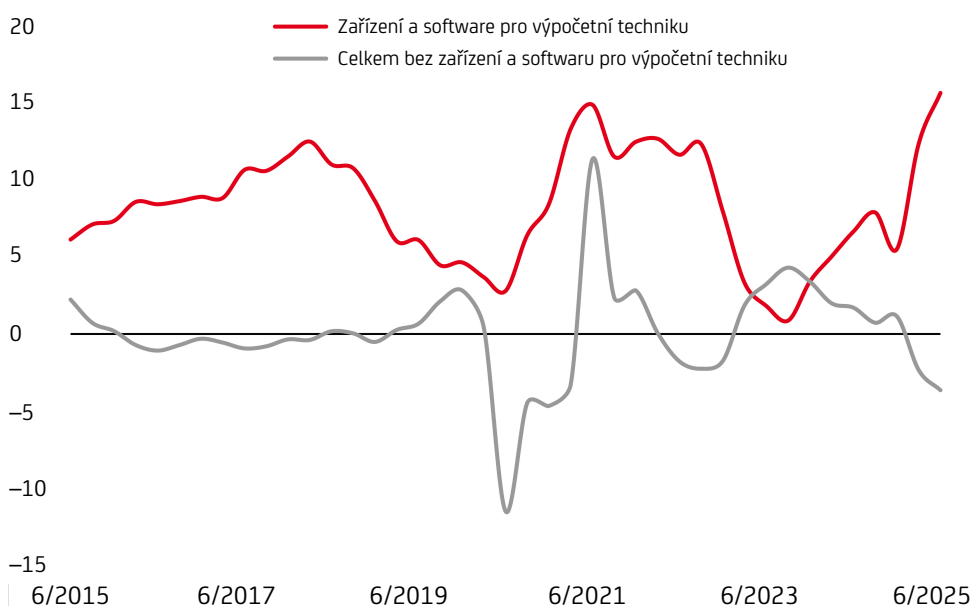


Očekáváme, že zvýšená ekonomická nejistota se poněkud zmírní, nebo si firmy na nejistotu alespoň zvyknou.

Ukazatele **základní inflace** se v současné době pohybují kolem 3 % a očekáváme, že jádrová inflace v příštích šesti měsících dosáhne maximálně 3,5 %. Je pravděpodobné, že cla se teprve plně projeví, protože zásoby z předzásobení se dovozem vyčerpají a nejistota spojená se cly (která vedla některé firmy k vyčkávaní před tím, než cla promítnou do svých cen) se zmírní. Ukazatele inflace v oblasti služeb nesouvisejících s bydlením se v poslední době zvýšily a ukazatele krátkodobých inflačních očekávání zůstávají zvýšené. **Dopad cel** by měl od druhé poloviny příštího roku odeznít, i když očekáváme, že inflace zůstane nad cílem až do roku 2027.

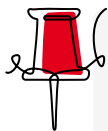
GRAF 1.2: INVESTIČNÍ BOOM SPOJENÝ S AI V USA

REÁLNÉ PODNIKATELSKÉ INVESTICE V USA (V % R/R)



Zdroj: US Bureau of Economic Analysis (BEA), Investiční institut společnosti UniCredit





TRUMP SE ZAMĚŘÍ NA UDRŽENÍ VĚTŠINY V KONGRESU

Během prvního roku svého druhého prezidentského období učinil Trump rozsáhlé změny v mnoha oblastech státní správy i mimo ni, včetně cel, daňové politiky, imigrační politiky, regulace a zahraniční politiky. Bude jeho druhý rok probíhat obdobně? Trump si bude chtít pohlídat listopadové volby. Je **příliš brzy na to, abychom předpovídali výsledek** (aktuální průzkumy předpovídají, že republikáni si udrží většinu v Senátu, ale těsně ztratí kontrolu nad Sněmovnou reprezentantů). Někteří tvrdí, že by se Trump měl proto znovu zaměřit na domácí politiku a ochranu ekonomiky.

Možná již vidíme první náznaky tohoto vývoje. Po vítězství demokratů v několika státních volbách na začátku listopadu se Trump zaměřil na životní náklady, přestože dříve bagatelizoval dopad své politiky (zejména cel) na inflaci. Navrhl, aby všem Američanům, s výjimkou osob s vysokými příjmy, byl zaslán **šek se slevou na cla ve výši 2000 USD**, který by byl údajně financován z příjmů z cel, a dále navrhl hypotéky na 50 let a výrazné snížení cel na řadu potravin. Pochybujeme však, že cla oproti současným úrovním výrazně sníží.

Eurozóna vykazuje odolnost, fiskální politika poskytne podporu

Ekonomika eurozóny přestala celní bouří lépe, než se očekávalo. Podnikatelská důvěra se při pokračující vysoké volatilitě vývozu do USA drží poměrně dobře. Domácí poptávka zůstává na trajektorii pomalého, ale pozitivního růstu a riziko poklesu na trhu práce je stále omezené.

Současná ekonomická odolnost by však neměla být považována za samozřejmost. **Nízká míra podnikatelských investic** naznačuje, že firmy v eurozóně se zdráhají pouštět do nových projektů, zatímco domácnosti z opatrnosti nadále zvyšují své preventivní úspory z již tak vysokých úrovní. V tomto prostředí bude muset hrát rozhodující roli fiskální politika. Vycházíme z předpokladu, že investice z nástroje Next Generation EU (**NGEU**) se před ukončením programu na konci roku 2026 rozběhnou na plné obrátky, zatímco podpora z německých programů v oblasti infrastruktury a obrany se kvůli problémům a překážkám při realizaci bude rozbíhat jen postupně. Růstový impuls celoevropského plánu přezbrojení bude zřejmě malý a projeví se až později. Domácnosti asi zůstanou opatrné a tempo růstu soukromé spotřeby bude nevýrazné.

Po pokračujícím pomalém růstu na přelomu roku předpokládáme v průběhu roku 2026 postupné zrychlování ekonomické aktivity, které bude podpořeno fiskální politikou, snížením nejistoty související s tarify a zpožděným účinkem snížení sazeb ECB. V ročním průměru se HDP v roce 2026 nejspíš zvýší o 1,0 % a v roce 2027 o 1,4 %. Na **úrovni jednotlivých zemí** očekáváme v Německu v příštím roce růst o 0,9 % (1,2 % bez očištění o vliv počtu pracovních dnů) a v roce 2027 pak silný růst o 1,8 % (bez očištění: 1,9 %). Ve Francii předpokládáme pro rok 2026 růst o 0,9 % a pro rok 2027 o 1,1 %, zatímco v Itálii o 0,6 % a 0,8 %.

Cenový výhled je příznivý. Celková inflace se v letech 2026–2027 pravděpodobně ustálí mírně pod 2 %, zatímco jádrová inflace bude pokračovat v sestupné trajektorii a s pokračujícím zpomalováním růstu mezd klesne pod 2 %. Související cenový tlak by mohl dosáhnout svého dna koncem roku 2026 nebo začátkem roku 2027.



Německo

PROJEVÍ SE KONEČNĚ FISKÁLNÍ BAZUKA?

V historickém obratu od úsporných opatření na počátku roku 2025 německá vláda přijala rozsáhlá opatření, která uvolnila ústavní dluhovou brzdu a napumpovala obrovské finanční prostředky do obrany a infrastruktury. Velkou otázkou je nyní realizace. Od konce roku 2025 jsou položeny základy pro to, aby bazuka mohla začít střílet: finanční nástroje jsou z velké části vytvořeny a realizace se připravuje.

Podle našeho názoru je dlouhodobější výhled německé ekonomiky slibný, neboť bazuka pravděpodobně zvýší produktivitu a povede k vyššímu potenciálnímu růstu, který by mohl dosáhnout 1 % až 1,25 % přibližně z 0,5 %. Dodatečné finanční prostředky na infrastrukturu se výslovně zaměřují na klíčové potřeby hospodářství, jako je snížení dopravních překážek, další přechod na čistou energii a podpora digitalizace. Vyšší výdaje na obranu mohou být navíc přínosem pro vojenský i civilní sektor, protože se projeví inovace dvojího užití a přelévání technologií.

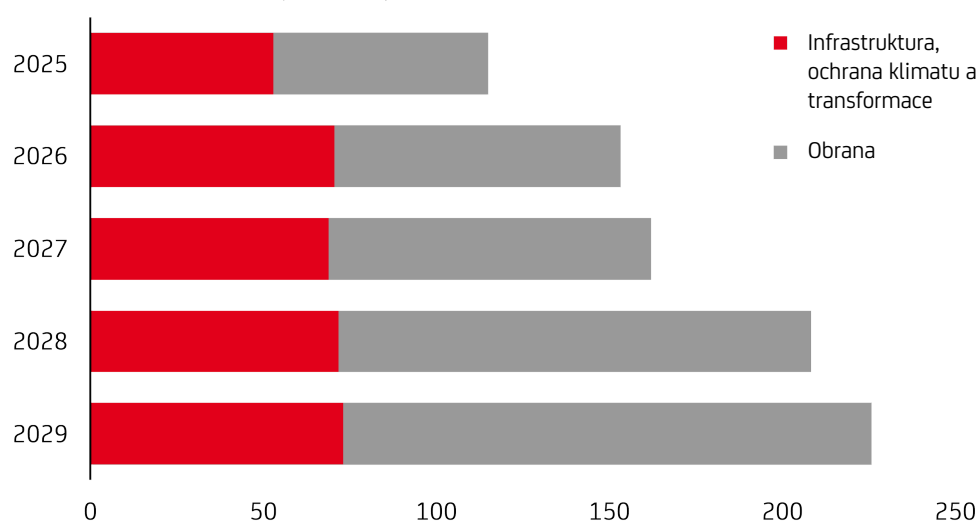
Hospodářský úspěch však nepřijde ze dne na den. Účinné překonání překážek při realizaci zmíněného záměru prostřednictvím snížení byrokracie a reformy zadávání veřejných zakázek bude nevyhnutelně vyžadovat čas. Kromě toho existují v Německu, přinejmenším v krátkodobém horizontu, kapacitní omezení ve stavebnictví a v obranném průmyslu. Proto očekáváme, že pozitivní dopad bazuky se bude postupně projevovat od roku 2026 a v následujících letech bude nabírat na rychlosti s tím, jak se bude rozjíždět víc infrastrukturních a obranných projektů.

Velkou otázkou je nyní realizace.



GRAF 1.3: VÝRAZNÝ NÁRŮST VEŘEJNÝCH VÝDAJŮ

VÝDAJE SPOLKOVÉ VLÁDY (MLD. EUR)



Zdroj: Spolkové ministerstvo financí, Investiční institut společnosti UniCredit

Pozn: Částka na obranu na rok 2025 nezahrnuje 26 miliard EUR ze stínového rozpočtu na rok 2022.



Francie

FRANCOUZSKÉ POLITICKÉ DRAMA BUDE POKRAČOVAT

Současná politická nestabilita ve Francii bude pravděpodobně přetrvávat až do roku 2026 a přesáhne do roku 2027. Přestože nemůžeme vyloučit další problémy, pravděpodobnost předčasných prezidentských voleb zůstává nízká. Přetrvávající politická nestabilita je do značné míry důsledkem toho, že i politici, kteří prosazují, aby projednávání v parlamentu hrálo novou roli při formování vládních rozhodnutí, často upřednostňují volební strategii. Jejich jednání je vedeno snahou maximalizovat své vlastní vyhlídky nebo vyhlídky své strany v prezidentských volbách, které jsou oficiálně naplánovány na rok 2027, ale někteří z nich se snaží o jejich uspořádání.



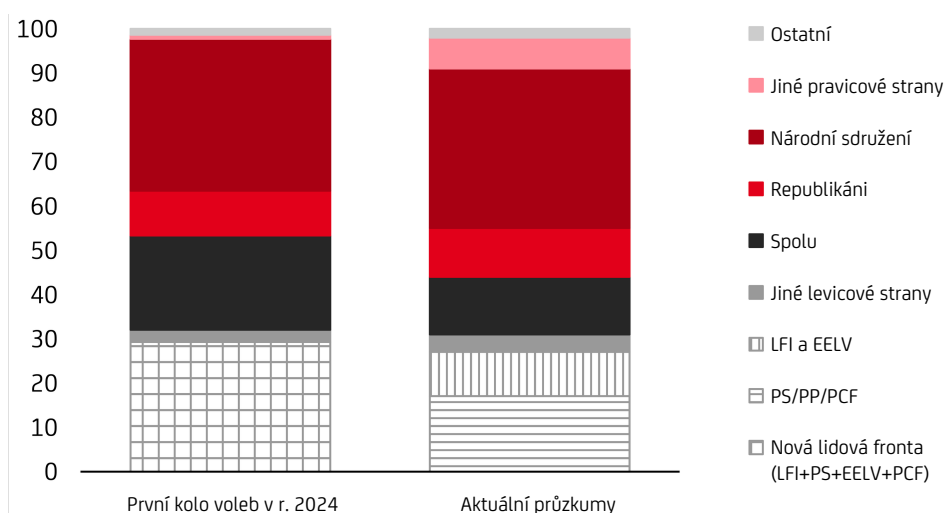
Pravděpodobnost předčasných prezidentských voleb je i nadále nízká.

Tato snaha vychází z iluze, že řešením politické patové situace by mohly být volby uspořádané podle tradičního schématu [včetně obnovení takzvaného „republikánského paktu“, který vybízí voliče ke spojení proti krajně pravicovému Národnímu sdružení (RN)]. Vzhledem k současné roztržštěnosti politické scény by totiž ani **mimořádné parlamentní volby**, ani **mimořádné prezidentské volby** pravděpodobně nepřinesly stabilní většinu, a to ani relativní, pokud by v prvním případě prezident dobrovolně neomezil své výsady nebo pokud by v druhém případě politické strany nepřiznaly měnící se preference voličů, zejména rostoucí podporu Národního sdružení.

Tato mylná představa nejspíš prodlouží politickou nestabilitu a ztíží schopnost Francie přijmout opatření nezbytná ke zmírnění domácího sociálního napětí v oblasti rozdělování bohatství a k řešení různých problémů, které ovlivňují vyhlídky na růst HDP. Nedostatek fiskálního manévrovacího prostoru – pokud nebude řešen – navíc omezí schopnost Paříže účinně formovat evropskou politickou diskusi o reakcích na nejnaléhavější geopolitické hrozby.

GRAF 1.4: ROZTRŽIŠTĚNÁ POLITICKÁ SCÉNA

VÝSLEDKY PARLAMENTNÍCH VOLEB 2024 A AKTUÁLNÍ VOLEBNÍ PREFERENCE (%)



Zdroj: IFOP-Fiducial pour LCI, Le Figaro et Sud Radio, Investiční institut společnosti UniCredit



Itálie

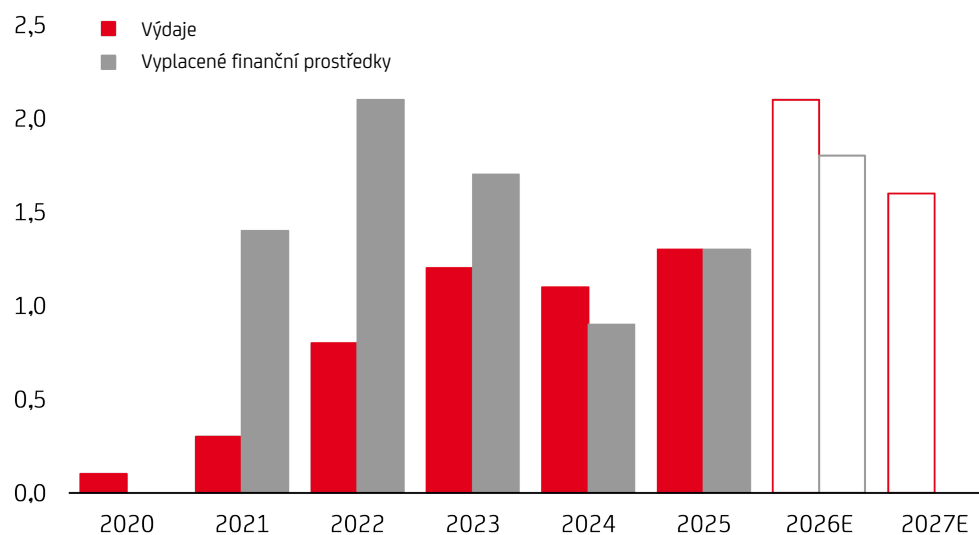
POKRAČUJÍCÍ VÝZNAM INVESTIC Z NGEU

Evropská komise představila konečný plán pro naplňování národních plánů na podporu obnovy a odolnosti v rámci programu Next Generation EU. Všechny reformy a investice musejí být **dokončeny do třetího čtvrtletí 2026** a všechny platby budou dokončeny do konce příštího roku. Opatření realizovaná po tomto datu nebudou započítávána do plnění milníků a cílů. Odpočítávání začíná.

Vzhledem k vysokému objemu již vyplacených prostředků EU a výraznému pokroku v realizaci projektů očekáváme, že realizace bude v Itálii i nadále obecně na dobré cestě. Stejně jako ostatní země EU dokončila Itálie poslední revizi svého plánu, aby se vyhnula riziku, že až 14 miliard EUR (7,3 % celkových zdrojů) zůstane nevyužito. Nové nebo posílené iniciativy budou nyní zaměřeny na podporu konkurenceschopnosti podniků, dosažení digitální konektivity o rychlosti 1 Gb/s v celé zemi a investice do zemědělství a vodohospodářské infrastruktury. Budou také zavedeny některé finanční nástroje, které umožní větší flexibilitu při realizaci projektů.

Jakmile budou splněny všechny požadavky EU, část **výdajů**, které by mohly činit přibližně 1,6 % HDP, **bude možné vynaložit i po roce 2026**. Proto bude národní plán na podporu obnovy a odolnosti v letech 2026 a 2027 klíčovým faktorem růstu, čímž se zabrání tomu, aby se v Itálii projevil efekt útesu. Veřejné investice se navíc do roku 2027 přiblíží 3,8 % HDP, což výrazně přispěje k podpoře potenciálního růstu země.

GRAF 1.5: ITÁLIE CHCE DOSÁHNOUT MAXIMÁLNÍHO ČERPÁNÍ FONDŮ EU
NÁSTROJ PRO OŽIVENÍ A ODOLNOST (ZDROJE A VÝDAJE V % HDP)



Zdroj: Italské ministerstvo hospodářství a financí, Investiční institut společnosti UniCredit

Velká Británie: Nadále zařazený nízký rychlostní stupeň

Hospodářský **růst** Spojeného království bude v příštím roce pravděpodobně **slabý** (1,0 %) a v roce 2027 se mírně zvýší (1,2 %). Růst produktivity je slabý, fiskální politika bude zpřísněna a měnová politika pravděpodobně zůstane restriktivní po většinu příštího roku. Je pravděpodobné, že dojde k dalšímu zhoršení situace na trhu práce, takže důvěra spotřebitelů zůstane na nízké úrovni a míra úspor domácností bude vysoká. Obavy o veřejné finance, politickou stabilitu a slabý růst nejspíš způsobí, že výnosy dlouhodobých státních dluhopisů Spojeného království zůstanou nejvyšší z celé skupiny G7, což také negativně ovlivňuje tolik potřebné investice. Určitou úlevu by mělo v roce 2007 přinést snížení sazeb britské centrální banky (BoE) v průběhu příštího roku, kdy inflace do konce roku 2026 klesne na úroveň kolem 2 %.

Čína: Problémy s dosažením rovnováhy

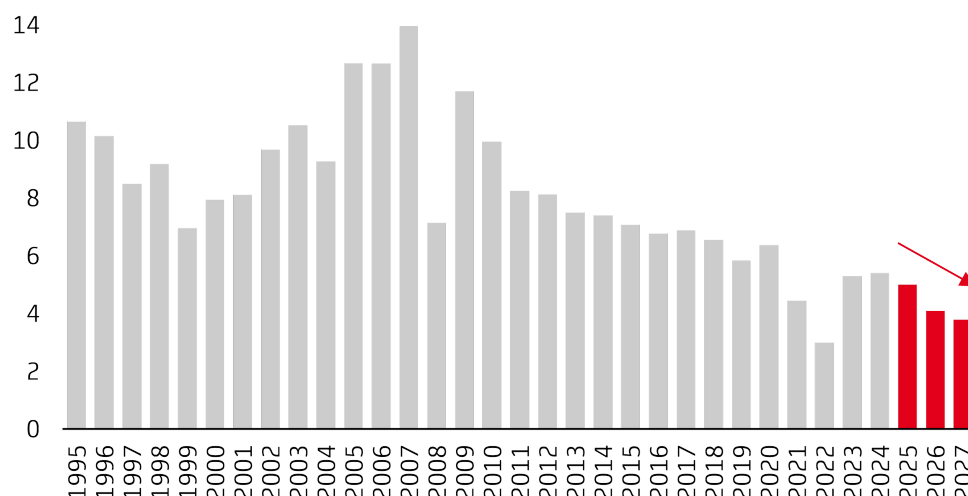
U Číny zachováváme **opatrný výhled růstu** a předpokládáme růst o 4,1 % v roce 2026 a o 3,8 % v roce 2027 (2025: 5,0 %). Zpomalení odráží souběh domácích a vnějších překážek, které asi rychle nepoleví. Korekce v oblasti nemovitostí nadále snižuje bohatství a důvěru domácností, přičemž vysoké zadlužení developerů tlumí zahájenou bytovou výstavbu. Spotřebitelé zůstávají opatrní a v situaci nejistoty zaměstnání a demografického tlaku dávají přednost preventivním úsporám. Bude zřejmě pokračovat úsilí o využití stimulu v podobě fiskální politiky, avšak tento stimul bude příliš malý na to, aby vyvolal významnou změnu rovnováhy směrem ke spotřebě domácností.

Namísto toho se Čína bude zřejmě nadále opírat o svůj zavedený model růstu: silně dotované investice do strategických odvětví a vývoz s cílem absorbovat průmyslové kapacity. V příštím pětiletém plánu, který bude formálně schválen na jaře příštího roku, bude hrát navíc nejspíš důležitou roli „**technologický nacionalismus**“, tj. další modernizace výroby a snaha o průlom v oblasti polovodičů a dalších základních technologií. Vzhledem k tomu, že přetrvávající americká cla budou dál vyvíjet tlak na vývoz, čínské podniky pravděpodobně přesměrují vývoz z USA do Evropy. Vzhledem ke slabé cenové dynamice očekáváme, že Čínská lidová banka bude dále uvolňovat s využitím odměřeného snižování sazeb, operací týkajících se likvidity a řízených úvěrů.



Čína se pravděpodobně bude nadále opírat o svůj zavedený model růstu.

GRAF 1.6: ZPOMALENÍ STRUKTURÁLNÍHO RŮSTU V ČÍNĚ
REÁLNÝ HDP (% R/R)



Zdroj: Statistický úřad ČLR, Investiční institut společnosti UniCredit



Střední a východní Evropa: Potenciálně rychlejší růst, ale stále přetrvávající fiskální rizika

Hospodářský růst ve většině zemí střední a východní Evropy by se měl v roce 2026 zrychlit díky oživení zahraniční poptávky a silnějším investicím podpořeným zvýšeným čerpáním **prostředků z fondů EU**. Hlavním motorem růstu zůstává spotřeba, kterou podporuje napjatý trh práce a pozitivní, i když mírný růst reálných mezd (s výjimkou Rumunska). Růst HDP se může pohybovat mezi 2,0 % a 3,3 %, přičemž v důsledku fiskální konsolidace bude nejnižší růst v Rumunsku a na Slovensku.

Fiskální rizika související s politickým vývojem budou v centru pozornosti v Maďarsku, Polsku, Rumunsku a potenciálně i v Česku. S výjimkou Maďarska a Rumunska by inflace měla zůstat v cílových hodnotách, ačkoli fiskální a regulační kroky představují proinflační rizika. Centrální banky tak pravděpodobně zůstanou opatrné, přičemž prostor pro další snížení sazeb v příštím roce mají především Polsko, Rumunsko a Srbsko.

V roce 2027 skončí platnost nástroje pro obnovu a odolnost, což sníží příliv finančních prostředků z EU, ale silnější zahraniční poptávka podpořená německými fiskálními stimuly by měla přispět k udržení růstu HDP v rozmezí 2,0–3,0 %. Slovensko bude kvůli fiskální konsolidaci nejspíš opět zaostávat. Inflace může zůstat v cílovém rozmezí a očekáváme, že většina centrálních bank bude držet úrokové sazby na stabilní úrovni, a to s výjimkou Maďarska a Rumunska, kde vidíme prostor pro jejich snížení. Z politického hlediska se pozornost přesune na volby v Bulharsku, na Slovensku a v Polsku.

Fiskální rizika ve střední a východní Evropě

Volební kalendář v regionu střední a východní Evropy je v roce 2026 spíš prázdný (v centru pozornosti jsou parlamentní volby v Maďarsku). Fiskální a politická dynamika by mohla být hnacím motorem místních trhů v Polsku a Česku a zůstává relevantní v Rumunsku, kde se plány fiskální konsolidace stále potýkají s riziky při realizaci.

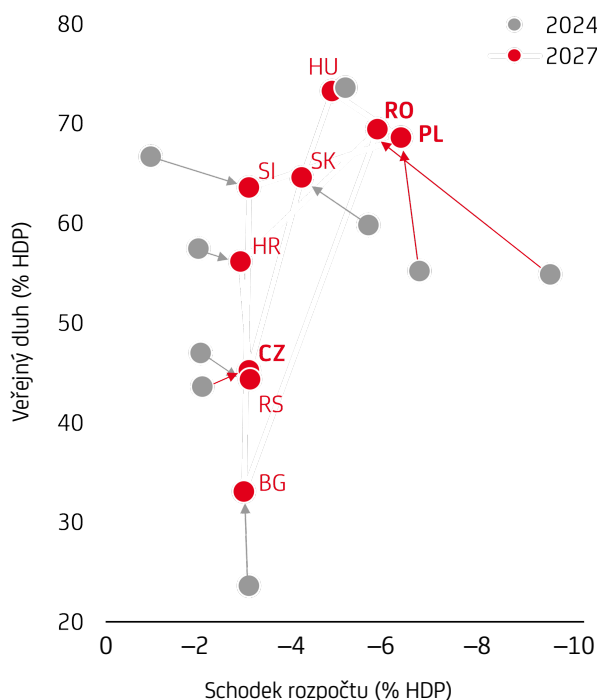
Nedávné posílení maďarského forintu může odrážet očekávání, že případné vítězství proevropské opoziční strany Respekt a svoboda (zkráceně Tisza) by mohlo obnovit přístup k fondům EU, omezit intervenční politiku a snížit rizikové prémie. Vzhledem k tomu, že fiskální deficit asi zůstane vyšší než 5 % HDP a poměr dluhu k HDP se bude pohybovat kolem 74 %, může být po volbách nutné přijmout konsolidační opatření, aby byla zajištěna stabilita.

V Polsku jsou vyhlídky na konsolidaci před volbami na podzim 2027 omezené vzhledem ke klesající podpoře vládnoucích stran. Další politickou výzvu představuje soužití proevropské vlády a opozičně orientovaného prezidenta s významným právem veta. Navzdory fiskálnímu deficitu přesahujícímu 6 % HDP a prudkému nárůstu poměru dluhu k HDP zmírňují solidní růst a domácí fiskální pravidla tlak na rychlé snížení deficitu, ačkoli politická rizika mohou s blížícími se volbami zvýšit rizikové prémie.

V Česku trhy očekávají fiskální plány nové populistické koalice. Nejistota a očekávání volnější politiky vedly ke zvýšení dlouhodobých výnosů. Fiskální pravidla by měla omezit rizika, přinejmenším v roce 2026: očekáváme vyšší schodek, ale ne nad 3 % HDP, což by mělo zachovat silné úvěrové základy země.

GRAF 1.7: UDRŽITELNOST FISKÁLNÍHO DLUHU VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

ZMĚNY FISKÁLNÍ POZICE A POMĚRU VEŘEJNÉHO DLUHU K HDP (ROK 2024 A PROGNÓZY PRO ROK 2027)



Zdroj: Eurostat, Investiční institut společnosti UniCredit.

Centrální banky

ECB BUDE VYČKÁVAT

Očekáváme, že ECB bude po delší dobu **udržovat depozitní sazbu na úrovni 2 %**. Rizika v první polovině roku 2026 nadále naznačují, že v podmínkách stále slabého růstu a inflace nedosahující cílové úrovně dojde ke konečnému snížení. Postupné posilování ekonomické aktivity pak povede ke změně rovnováhy rizik v souvislosti se střednědobým výhledem inflace. Na konci roku 2027 předběžně očekáváme zvýšení sazeb o 25 bb, přičemž se domníváme, že sazby by se mohly do roku 2028 pohybovat od středu neutrálního rozpětí ECB (v současnosti 2 %) až po horní hranici tohoto rozpětí (2,5 %). Pokud jde o bilanční politiku, předpokládáme, že kvantitativní zpřísňování bude probíhat současným tempem po celý rok 2026, poté by podmínky likvidity mohly vést ke zvýšené volatilitě sazeb peněžního trhu.

S OHLEDEM NA MAKROEKONOMICKÝ VÝHLED OMEZENÉ SNIŽOVÁNÍ SAZEB FEDU

Očekáváme, že Fed bude držet sazby stabilní po dobu šesti měsíců, poté je **sníží o 25 bb v červnu 2026 a ve čtvrtém čtvrtletí 2026** na 3,25–3,50 % a poté budou sazby stabilní v roce 2027. Vysoká jádrová inflace a solidní růst znamenají, že neexistuje žádný makroekonomický důvod pro snižování sazeb. Předpokládali jsme mírný vliv politických zásahů do politiky Fedu. Funkční období Jeroma Powella končí v květnu 2026 a předseda má při ovlivňování jednání nezanedbatelnou roli. Nepředpokládali jsme, že Trump získá faktickou kontrolu nad Fedem, protože to by vyžadovalo řadu „kdyby“; například kdyby v lednu 2026 Nejvyšší soud rozhodl, že guvernérka Cook může být propuštěna, a kdyby v únoru většina členů Rady Fedu odmítla jmenovat regionální předsedy Fedu, kteří nejsou Trumpovi nakloněni. Jak jsme uvedli v našem přehledu [Stručný pohled – ekonomický a tržní dopad politického Fedu](#), plná politizace Fedu by vedla k agresivnímu uvolňování měnové politiky, slabšímu dolaru, nižším krátkodobým výnosům a výrazně vyšší termínové prémii v důsledku nárůstu inflačních očekávání.

Domníváme se, že dlouhodobější **rovnovážná úroková sazba** se pohybuje kolem **3,5 %**. Přestože rovnovážnou sazbu není možné vidět, lze ji odhadnout podle jejího působení na ekonomiku. Růst se ukázal jako pozoruhodně odolný navzdory vyšším reálným úrokovým sazbám, míra osobních úspor je nízká, investice pravděpodobně zůstanou silné (podporované investicemi do umělé

inteligence a daňovými pobídkami), podíl veřejného dluhu na HDP je vysoký a bude nadále rychle růst a geoeconomická roztržitost bude mít vliv na globální poptávku po amerických státních dluhopisech (UST).

POSTUPNÉ ZPŘÍŠŇOVÁNÍ POLITIKY JAPONSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY

Japonské dlouhodobé výnosy vzrostly a jen klesl v důsledku obav z finanční krize v Japonsku po oznámení nového fiskálního plánu. Myslíme si, že tyto obavy jsou pravděpodobně přehnané. Japonský dluh je téměř plně držen na domácím trhu, což odráží jednu z nejvyšších měr soukromých úspor na světě. Japonská centrální banka však čelí dvěma protichůdným tlakům, jednomu ze strany reálné ekonomiky a druhému ze strany morálního apelu ze strany nové vlády, aby odložila nebo zpomalila tempo nového zvyšování sazeb. Japonská inflace se blíží 3 %, zatímco cílovou úroveň japonské centrální banky jsou 2,0 %. To spolu s tlakem na růst mezd způsobuje, že japonské reálné sazby jsou příliš nízké, a volá to po zpřísnění měnové politiky. Guvernér centrální banky Kazuo Ueda se však zatím vyjadřuje k načasování dalších kroků neurčitě, pravděpodobně v očekávání politických rozhodnutí nové premiérky Sanae Takaičiové, která je zastánkyní uvolnění fiskální a měnové politiky. Očekáváme, že Japonská centrální banka **v roce 2026 zvýší cílovou sazbu ze současných 0,50 % na 1,00 %** (tato úroveň je považována za spodní hranici „přirozené sazby“ pro Japonsko) a na začátku nebo v polovině roku 2027 nejspíš až na 1,25 %.

BRITSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA SNIŽÍ SAZBY VÍC, NEŽ TRHY OČEKÁVAJÍ

Očekáváme, že Bank of England **v prosinci sníží bankovní sazbu o 25 bb na 3,75 % a poté bude v průběhu roku 2026 následovat jedno snížení o 25 bb za čtvrtletí až na 2,75 %**. Zpřísňování fiskální politiky, zhoršující se situace na trhu práce a negativní vliv změn ve srovnávací základně na inflaci by měly v příštím roce vést k poklesu inflace na úroveň kolem 2 %, což britské centrální bance umožní pokračovat ve snižování bankovní sazby. V roce 2027 vidíme sazby stabilně na úrovni 2,75 %, což je podle našeho názoru úroveň, která je v podstatě neutrální vzhledem k nízkému růstu produktivity ve Spojeném království a známým strukturálně vyšším preventivním úspor domácností.



Názory na vývoj na trhu

REDAKTOŘI

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

AUTOŘI

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Giovanni Mazzariello

Jonathan Schroer

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Opatrný optimismus: Ochota víc riskovat se střetává s geopolitickou realitou

Globální trhy vstoupí do roku 2026 s mírným růstem, ale roztržštěným inflačním rámcem, což ponechává tvůrcům politik jen malý prostor pro chyby. Strukturální změny, zejména zavedená cla, rozkolísaná geopolitika a pomalu prováděné změny dodavatelských řetězců, jsou nyní trvalými rysy globální ekonomiky, s nimiž se trhy musejí vypořádat, a nikoli jen přechodnými jevy.

V této situaci si **akcie** zachovávají růstový potenciál. Spojené státy by se měly stát lídrem díky růstu produktivity spojenému s umělou inteligencí a díky fiskálním investicím, které by měly udržet zisky podniků. Evropský výhled stojí na výdajích na obranu a infrastrukturu, avšak dynamiku brzdí slabá poptávka a pomalejší zavádění technologií. Rozvíjející se trhy se zdají být odolné díky demografickému vývoji a nearshoringu, i když volatilita komodit a rizika refinancování přetrvávají.

Cenné papíry s pevným výnosem čelí náročnějšímu prostředí. Emise státních dluhopisů jsou rozsáhlé a centrální banky jen postupně uvolňují svou politiku, čímž udržují výnosy na vysoké úrovni. Převažovat budou strategie zaměřující se na držbu těchto aktiv a příjmy z nich (carry), ale vrátilo se riziko durace. Evropské trhy podnikových úvěrů by měly zůstat odolné, ale fáze oživení úvěrového cyklu, která se vyznačuje rostoucím pákovým efektem a zvýšenou nabídkou, naznačuje, že výnosy budou záviset spíše na carry než na dalším snižování spreadů.

Měnové trhy naznačují mírnější pokles amerického dolaru, přičemž k dedolarizaci dochází spíše postupně než náhle.

Stručně řečeno, rok 2026 se stává rokem, v němž bude opatrný optimismus vůči akciím kontrastovat se strnulými dluhopisovými trhy v prostředí určeném strukturálními změnami, složitou politickou situací a přetrvávající nejistotou.

Cenné papíry s pevným výnosem

Vlády se ocitly v pasti mezi velkou nabídkou a minimálním uvolněním měnové politiky

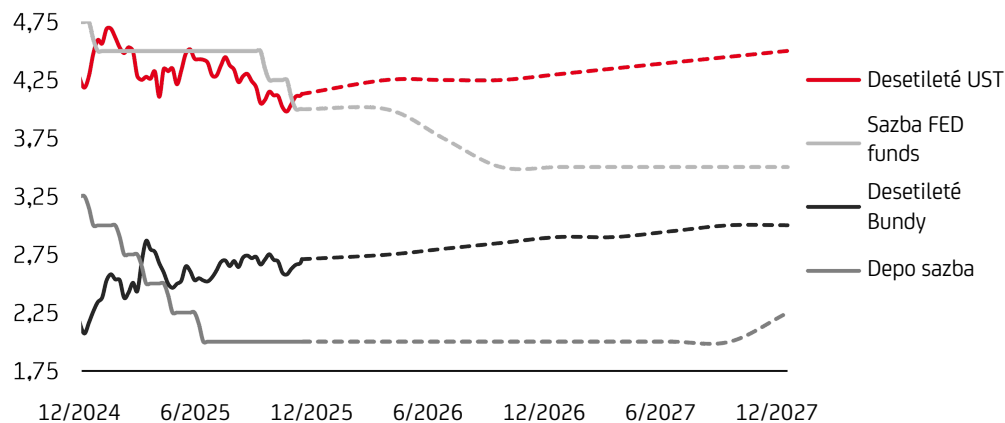
V roce 2026 budou vlády čelit **náročnému prostředí**. Centrální banky pravděpodobně zklamou současná očekávání ohledně uvolňování měnové politiky, neboť globální růst se má zlepšovat a inflace v USA, i když se stabilizuje, by měla zůstat nad cílovou hodnotou. Výnosy tak asi mírně porostou, zejména na dlouhém konci křivky. V důsledku toho očekáváme pozitivní, ale omezenou výkonnost této třídy aktiv, zejména u evropských státních dluhopisů eurozóny denominovaných v eurech, kde jsou výnosy nízké. V této situaci bude i nadále hrát hlavní roli carry. Příkladem jsou dluhopisy rozvíjejících se zemí denominované v tvrdých měnách, které jsou stále atraktivní i přes nedávné snížení rozpětí.

U amerických státních dluhopisů (**UST**) vidíme dva klíčové faktory, které tlačí výnosy nahoru. Zaprvé, trhy počítají s agresivním snižováním sazeb ze strany Fedu, což považujeme za příliš optimistické. Přecenění by mohlo zvýšit výnos desetiletých amerických státních dluhopisů o 20 až 30 bb. Za druhé se očekává, že federální deficit USA zůstane blízko 6 % HDP, což přispěje k udržení vysoké nabídky UST. Zatímco reinvestice Fedu a příklon emisí ministerstva financí ke kratším splatnostem mohou v blízkém období pomoci, lze předpokládat vyšší termínovou prémii. Očekáváme, že výnos desetiletých amerických státních dluhopisů do konce roku 2026 postupně vzroste na 4,30 % s možným posunem na 4,50 %, jakmile bude plně započítána vyšší konečná sazba. Tato korekce však bude pravděpodobně pomalá a strmější růst na dlouhém konci výnosové křivky je možné očekávat až ve střednědobém horizontu.

V eurozóně se zdá, že cyklus uvolňování je u konce. Snižování bilanční sumy ECB a stabilní emise státních dluhopisů by měly udržet tlak na růst výnosů státních dluhopisů eurozóny. Ke zvýšení výnosů mohou přispět **německé státní dluhopisy** podporované německou fiskální expanzí. Výnos desetiletých německých státních dluhopisů by podle našeho názoru měl koncem roku 2026 nebo začátkem roku 2027 vzrůst na 3 %.

GRAF 2.1: KŘIVKY AMERICKÝCH A NĚMECKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ MÍRNĚ STRMĚJŠÍ NA DLOUHÉM KONCI

SAZBY CENTRÁLNÍ BANKY, VÝNOSY STÁTNÍCH DLUHOPISŮ A NAŠE PROGNÓZY (%)



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit



SPREAD U STÁTNÍCH DLUHOPISŮ EUROZÓNY A NĚMECKA – PROSTOR PRO DALŠÍ KONVERGENCI

V roce 2025 se apetit po italských (BTP), španělských (SPGB) a portugalských (PGB) státních dluhopisech výrazně zlepšil a jejich spready k německým státním dluhopisům se nyní obchodují na nejnižších úrovních od krize státního dluhu. Tyto dluhopisy byly s německými státními dluhopisy v posledních měsících také vysoce korelovány, což naznačuje, že investoři vnímají rizika charakteristická pro tyto země jako omezená. Zatímco v souvislosti s politickým vývojem ve Francii byli investoři vůči francouzským státním dluhopisům (OAT) opatrní, zdravá fiskální politika, stabilní politická situace a nadprůměrný hospodářský růst zvýšily poptávku

po italských, španělských a portugalských dluhopisech. Klíčovou roli sehrálo také spuštění fiskální bazuky v Německu, které je považováno za převratný krok v oblasti fiskální disciplíny, a silnější institucionální zázemí v eurozóně.

Pokud tyto příznivé podmínky zůstanou zachovány a ochota riskovat bude zdravá, očekáváme, že se spready v nadcházejících měsících dále sníží. Prostor pro výrazné snížení se nyní zdá být omezený, neboť zvýšený poměr dluhu k HDP a rozdíly v ratingu ve srovnání s Německem představují pro poptávku překážku. Z dlouhodobější perspektivy bude chování spreadů záviset na fundamentálních ukazatelích těchto zemí a také na politické soudržnosti v Evropě. Podle našeho názoru by pro další sbližování výnosů bylo zásadní další posílení společného financování a společných politik.

Úvěrový cyklus směřuje k mírnému rozšíření spreadů

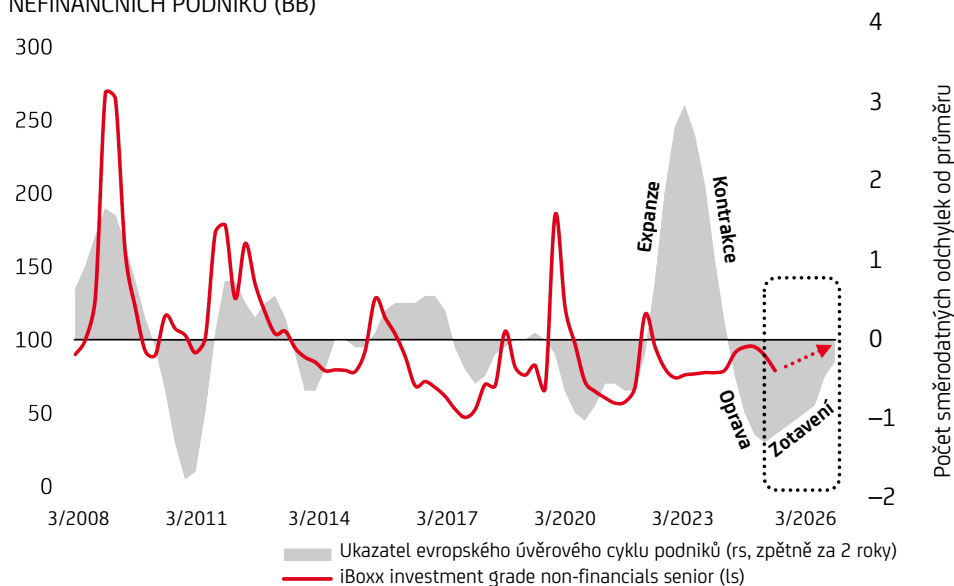
Evropské podnikové úvěry procházejí v úvěrovém cyklu fází oživení. Silnější hospodářský růst by měl podpořit tvorbu EBITDA, ale pravděpodobně povede také k vyšším investičním výdajům a k politice podniků, která je vstřícnější k akcionářům, což by přispělo ke zvýšení zadluženosti. V této souvislosti očekáváme nárůst nové nabídky jak v segmentu dluhopisů investičního stupně (IG), tak v segmentu dluhopisů s vysokým výnosem (HY), a to díky větší aktivitě v oblasti fúzí a akvizic. Vzhledem k dostatečné likviditě by refinancování splatností dluhopisů nemělo být v průměru problematické, což pravděpodobně přispěje k omezení míry selhání. Celkově výše uvedené faktory naznačují mírné zvýšení spreadu v příštím roce. Do konce roku 2026 vidíme spready iBoxx dluhopisů investičního stupně nefinančních podniků i bank na úrovni 90 bb a úvěrové rozpětí dluhopisů s vysokým výnosem na úrovni 300 bb.

Vzhledem ke stále atraktivním výnosům však očekáváme z evropských podnikových úvěrů v roce 2026 kladné celkové výnosy ve výši 1,8 až 4 %. Tento konstruktivní pohled by mohly narušit dva rizikové faktory. Zaprvé, zhoršení geoeconomického prostředí by mohlo negativně ovlivnit hospodářský růst eurozóny, což by vedlo k výraznějšímu zhoršení úvěrových ukazatelů. Druhým rizikovým faktorem je možnost přelévání potenciálních problémů na americkém soukromém úvěrovém trhu. Očekáváme, že v roce 2026 budou prioritní dluhopisy nefinančních podniků překonávat bankovní prioritní dluhopisy, protože bankovní úvěry budou zřejmě citlivější na další vývoj úvěrů v USA. Celkově nadále preferujeme dluhopisy investičního stupně před úvěry s vysokým výnosem.

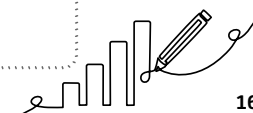


**Očekáváme
rostoucí nabídku
nových dluhopisů
investičního stupně i
s vysokým výnosem.**

GRAF 2.2: FÁZE OŽIVENÍ NAZNAČUJE MÍRNĚ VĚTŠÍ SPREADY
EVROPSKÝ ÚVĚROVÝ CYKLUS A SPREAD IBOXX DLUHOPISŮ INVESTIČNÍHO STUPNĚ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ (BB)



Zdroj: S&P Global, Investiční institut společnosti



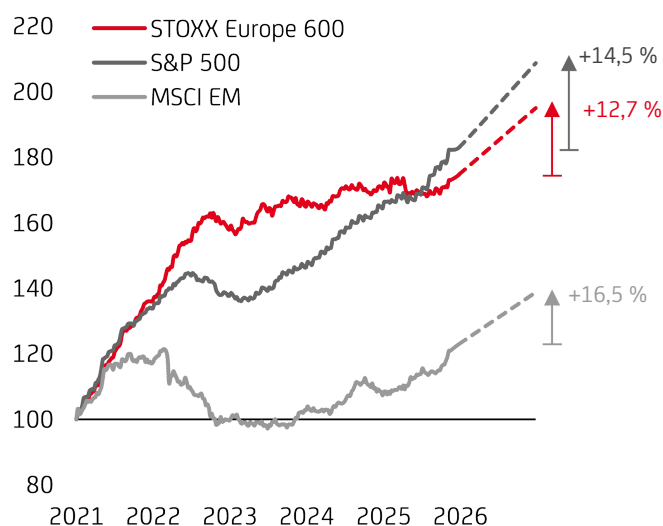
Akcie

2026: Další rok pozitivního potenciálu akciového trhu

Na světových akciových trzích se v roce 2026 očekává mírný růst při přetrvávající nejistotě. Dění kolem umělé inteligence, které je důležité zejména pro americký akciový trh, zůstává dvousečnou zbraní: podporuje inovace a potenciální zisky a zároveň vyvolává obavy z bubliny. Příležitosti vidíme v technologickém pokroku a uvolnění měnové politiky, rizika však představuje obchodní napětí, vysoké ocenění a geopolitická nestabilita. Očekává se, že zisky podniků budou díky investicím do umělé inteligence, infrastruktury a obrany zrychlovat (viz graf 2.3), i když udržitelnost vysokých investic do umělé inteligence je zpochybňována. Celkově očekáváme vyšší volatilitu na akciových trzích, ale nikoli konec základního růstového trendu.

GRAF 2.3: ODHADOVANÝ ZISK NA AKCII (DVANÁCTIMĚSÍČNÍ VÝHLED) V ROCE 2026 VZROSTE O DVOJCIFERNÉ ČÍSLO

DVANÁCTIMĚSÍČNÍ ODHADY ZISKŮ A
PROGNÓZY ZISKU NA AKCII NA KONCI ROKU 2026



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

Na **americkém akciovém trhu** se u S&P 500 předpokládá silný růst zisků zhruba o 14 %, který bude podpořen růstem produktivity v technologickém sektoru díky umělé inteligenci. Šance jsou velké u největších hráčů v sektoru umělé inteligence, jako jsou výrobci polovodičů a softwarové firmy, kde by masivní investiční výdaje mohly zvýšit zisky, což by pomohlo zvýšit index do konce příštího roku přibližně o 12 % na 7600 bodů. Očekáváme však, že rok 2026 se bude vyznačovat vyšší volatilitou než rok 2025, a to v důsledku vysokého ocenění v kombinaci s rostoucím růstem zisků podniků, potenciální volatilitou sazeb Fedu a zejména v případě, že nadšení z umělé inteligence poleví. Na druhou stranu investice do infrastruktury (zčásti tažené také investicemi do datových center) pravděpodobně rozšíří poptávku v odvětvích, jako jsou veřejné služby, materiály, stavebnictví a v neposlední řadě v důsledku rostoucích finančních potřeb také finance. Proto vidíme velkou pravděpodobnost širšího rozložení výkonnosti amerického akciového trhu v roce 2026.

Výhled pro **evropské akcie** je umírněnější, přičemž se očekává, že díky 8% růstu zisků vzroste index Euro STOXX 50 do konce roku 2026 o 11 %, přibližně tedy na 6200 bodů. Očekává se, že německé fiskální stimuly spolu s rostoucími výdaji na obranu v celé Evropě podpoří odvětví strojírenství, dopravy, logistiky a technologií. Růst by však mohl zpomalit rizika plynoucí z obchodních válek a cel, která jsou umocněna nízkými investicemi do technologií, jež zaostávají za boomem umělé inteligence v USA. Konsenzuální odhady růstu zisků pro rok 2026 (13 %) mohou být příliš optimistické a může je ohrozit narušení vývozu. Proto jsou naše odhady růstu zisků konzervativnější. Umělá inteligence hraje méně výraznou roli, přičemž Evropa je v porovnání s USA podhodnocená, ale cestu jí komplikují rozdíly v produktivitě.

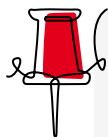
Pokud jde o **akcie rozvíjejících se trhů (EM)**, očekává se, že rozvíjející se trhy dosáhnou přibližně 4% růstu HDP, čímž předstihnou vyspělé ekonomiky a přispějí dvěma třetinami ke globální expanzi. Zisky vypadají slibně, výhledový dvanáctiměsíční poměr ceny k zisku (P/E) indexu MSCI EM se bude pohybovat kolem 14, což vzhledem ke slabšímu americkému dolaru přinese příliv kapitálu. Příležitosti mohou přinést demografické dividendy v Indii a Africe, nearshoring v Mexiku a Vietnamu a proměny různých odvětví v souvislosti s umělou inteligencí, např. u sektoru elektroniky ve Sdružení národů jihovýchodní Asie (ASEAN). Rizika, kterým zde můžeme čelit, zahrnují dosažení maxima v oblasti refinancování dluhu, volatilitu komodit a geopolitické napětí, které může způsobit odliv kapitálu. Přijetí umělé inteligence je nerovnoměrné, podporuje vývozce technologií, v jejichž čele stojí Spojené státy, ale ostatní hráče vystavuje disruptím.

DEVIZOVÝ TRH

Výprodej USD bude pokračovat, ale pomalejším tempem

Neočekáváme, že by tlak na prodej USD v roce 2026 zmizel. Nejistota ohledně Trumpovy politiky přetrvává a před volbami v listopadu příštího roku může Trump upřednostnit konkurenceschopnou měnu. Dedolarizace bude pravděpodobně pokračovat, především v oblasti platebních systémů (viz rámeček níže). Přesto se zdá, že propad indexu amerického dolaru (DXY) o 8 % jako v roce 2025 nepřípadá v úvahu.

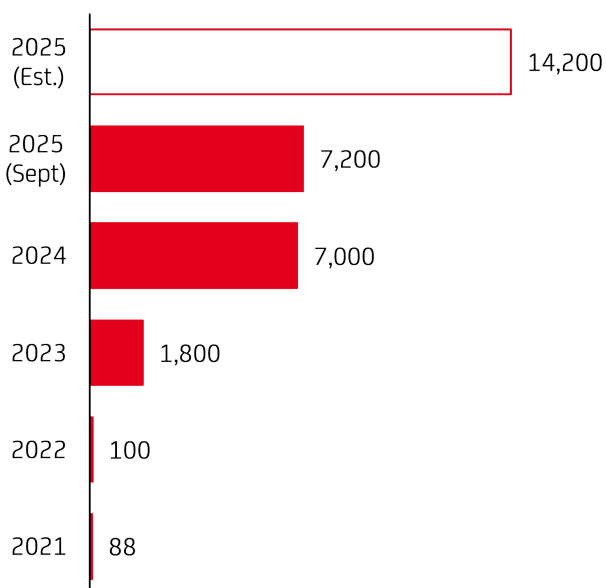
Vidíme omezený prostor pro to, aby kurz EUR–USD v roce 2026 překročil 1,20, protože nyní očekáváme neutrální sazbu v USA na úrovni 3,50 %, menší snížení sazeb ze strany Fedu, než trhy očekávají, a omezená rizika politizace Fedu. Zvýšení zadlužení USA a větší výdaje v eurozóně by dále uzamkly měnový pár **EUR–USD** v pásmu 1,15 až 1,20. Návrat na úroveň 1,10 nebo pod ni by vyžadoval další uvolnění ze strany ECB a úplné zvrácení očekávaného snížení sazeb Fedu. Navzdory nedávné rally očekáváme nižší směnný kurz **USD–JPY** v důsledku menšího úrokového diferenciálu mezi USA a Japonskem a silnější fiskální politiky v Japonsku, která podporuje akcie a přitahuje finanční prostředky ze zahraničí. Nicméně návrat pod 150 bude pravděpodobně pomalý a skončí těsně u 145.



MĚNOVÉ VÁLKY BUDOU STÁLE DIGITÁLNĚJŠÍ

V loňském roce jsme tvrdili, že vedoucí postavení amerického dolaru není ohroženo, protože neexistují vážné alternativy. V roce 2026 se situace pravděpodobně nezmění. Tříletý průzkum centrálních bank o aktivitě na devizovém trhu, který provádí BIS, potvrdil, že americký dolar byl na jedné straně 89,2 % všech denních devizových obchodů, zatímco MMF ukázal, že americký dolar tvoří téměř 58 % všech rezerv centrálních bank. Přesto se globální platební systém může stát oblastí, v níž by dominance amerického dolaru mohla být rychleji zpochybněna a klíčovou roli by mohl převzít spíše jüan (CNY) než euro. Spojené státy stále spíše než digitální dolar upřednostňují soukromé kryptoměny a stablecoiny, které by jim díky své vazbě na americký dolar mohly pomoci s udržením vedoucího postavení. Eurozóna je stále pozadu, protože první transakce v digitálním euru se očekává až v polovině roku 2029. Naproti tomu Čína dělá obrovské pokroky. Následující graf ukazuje impozantní nárůst objemu transakcí v **digitálních jüanech (e-CNY)** v posledních letech.

GRAF 2.4: OBJEM TRANSAKČÍ V DIGITÁLNÍCH JÜANECH
MLD. CNY



Zdroj: Čínská lidová banka, Investiční institut společnosti UniCredit

Digitální yüan (e-CNY) je nyní důležitou součástí obchodních toků Číny s deseti členy Sdružení národů jihovýchodní Asie (ASEAN) a šesti zeměmi Blízkého východu, včetně Saúdské Arábie, Spojených arabských emirátů a Kataru. Mnoho zemí je již digitálně integrováno do čínského systému přeshraničních mezibankovních plateb (CIPS).

Peking tak buduje paralelní platební systém, který je rychlejší, levnější a méně závislý na rozmarech americké administrativy. Tento přístup lze považovat za typický pro Čínu: neútočí přímo na zavedený systém, ale obchází jej vytvořením nového. Peking nabízí to, o co usiluje mnoho zemí: finanční stabilitu bez geopolitických podmínek. Čína nemá alespoň prozatím zájem nahradit americký dolar, ale chce jej relativizovat vytvořením systému, v němž je americká jednotka jen jednou z mnoha možností.

Komodity

Ropa

Ropné trhy čeká další slabý rok

Očekává se, že trhy s ropou zažijí další slabý rok, protože růst nabídky nadále převyšuje poptávku. Očekává se, že po průměrné ceně 68 USD za barel v roce 2025 se bude ropa Brent v **příštím roce** obchodovat v **rozmezí 60–65 USD za barel**, přičemž spíše hrozí nižší cena. Rozhodnutí OPEC+ pozastavit v prvním čtvrtletí 2026 zvyšování kvót částečně zmírnilo krátkodobé obavy z nadměrné nabídky, ale na naši prognózu mělo jen malý vliv. Spíš to zdůrazňuje flexibilitu kartelu při přizpůsobování se měnícím se podmínkám na trhu. Disciplinovaná produkce ropy sice může zpomalit nárůst zásob, ale rostoucí nabídka od producentů mimo OPEC+, zejména z USA, v kombinaci s růstem poptávky, který je podle historických standardů stále mírný, ukazuje na růst zásob. Pesimistická očekávání jsou posilována strukturálními problémy a utlumenou čínskou spotřebou, takže jedinými významnými katalyzátory růstu cen ropy jsou geopolitické výbuchy a nevyzpytatelný OPEC+.



Očekáváme, že Brent se bude v příštím roce obchodovat.

Plyn

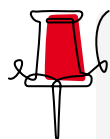
Cenu stlačí nové dodávky

V roce 2026 by měla být uvedena do provozu významná nová zařízení dodávající LNG, především z USA, Kataru a Kanady. Tento růst nabídky pravděpodobně převýší růst poptávky a vyvolá tlak na snižování cen. V **roce 2026** očekáváme průměrnou cenu TTF ve výši **30–35 EUR/MWh** oproti 39 EUR/MWh v roce 2025. Ceny během nadcházející zimy by však mohly být v závislosti na povětrnostních podmínkách volatilní, protože zásoby jsou v důsledku výrazného snížení zásob během chladné zimy nižší než v zimě 2024–2025.



Pokud bude letošní zima podobně chladná, bude potřeba doplňování zásob příští léto ještě vyšší. Tato situace vytváří napjatou situaci na evropském trhu s plynem, zejména v první polovině roku, než budou nové dodávky plně k dispozici.

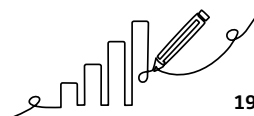
V roce 2026 očekáváme průměrnou cenu TTF 30–35 EUR/MWh.



NARUŠENÍ TRHU S PLYNEM V DŮSLEDKU UMĚLÉ INTELIGENCE

Strukturální změny v dynamice poptávky a nabídky by mohly přinést střednědobá rizika zvýšené volatility cen. Klíčovou hnací silou této transformace je nárůst investic **velkých společností z oblasti cloud computingu** do datových center nové generace na podporu vývoje umělé inteligence. Objednávky plynových turbín u velkých výrobců, které jsou z velké části vázány na infrastrukturu související s umělou inteligencí, především v USA, naznačují, že v letech 2025 až 2035 bude celosvětově poptáváno dalších 155 až 206 miliard m³ zemního plynu ročně.

Jen v USA představuje toto množství zhruba 18–24 % současné domácí spotřeby. Kromě rozsahu poptávky je důležitá i její povaha: pro tyto provozovatele může i hodina výpadku znamenat miliardové ztráty, což činí poptávku vysoce nepružnou a vede k ochotě platit příplatky za spolehlivost. Na straně nabídky dávají producenti přednost dlouhodobým smlouvám na LNG s pevnou cenou, která je vyšší než spotová cena, aby ospravedlnila další vrty v sedimentárních pánvích. Kombinace rigidnější poptávky a omezené nabídky způsobuje, že trh se zemním plynem je vystaven šokům a výkyvům cen.



Zlato

Slábnoucí pozitivní vlivy, ale pevná strukturální podpora

Zlato od začátku roku vzrostlo o víc než 50 % v důsledku fiskálních obav v USA, silné poptávky centrálních bank a očekávání uvolnění měnové politiky. Po krátké korekci z rekordních hodnot se ceny stabilizovaly nad 4000 USD/oz, podpořeny obnovenými očekáváním ohledně snižování sazeb a odolným přílivem ETF. Navzdory této silné výkonnosti naznačuje krátkodobá dynamika umírněnější výhled. Podpůrné faktory, jako jsou geopolitická rizika, nákupy centrálních bank a ekonomická nejistota v USA, zůstávají, ale do budoucna mohou mít menší vliv. Na dynamiku mezitím negativně působí omezená slabost amerického dolaru, pozastavení snižování sazeb Fedu a stabilní reálné sazby.

Tyto podmínky napovídají, že cena bude spíš stagnovat s tím, že na začátku příštího roku případně ještě poroste

s tím, jak trhy budou upravovat očekávání ohledně měnové politiky a pocítování globálních rizik. Vzhledem k tomu, že dlouhodobé faktory zůstávají nedotčeny, zastáváme i nadále konstruktivní pohled. Očekáváme, že zlato se bude v roce **2026** obchodovat za cenu v rozmezí **4100–4400 USD za uncí**, protože globální investiční prostředí nadále upřednostňuje aktiva, která mohou sloužit jako bezpečný přístav.



Očekáváme, že zlato se bude v roce 2026 obchodovat za cenu v rozmezí 4100–4400 USD za uncí.

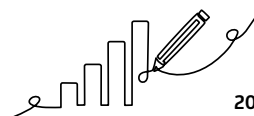
Alternativy

Bitcoin

Neutrální výhled, ale pokračující taktická alokace

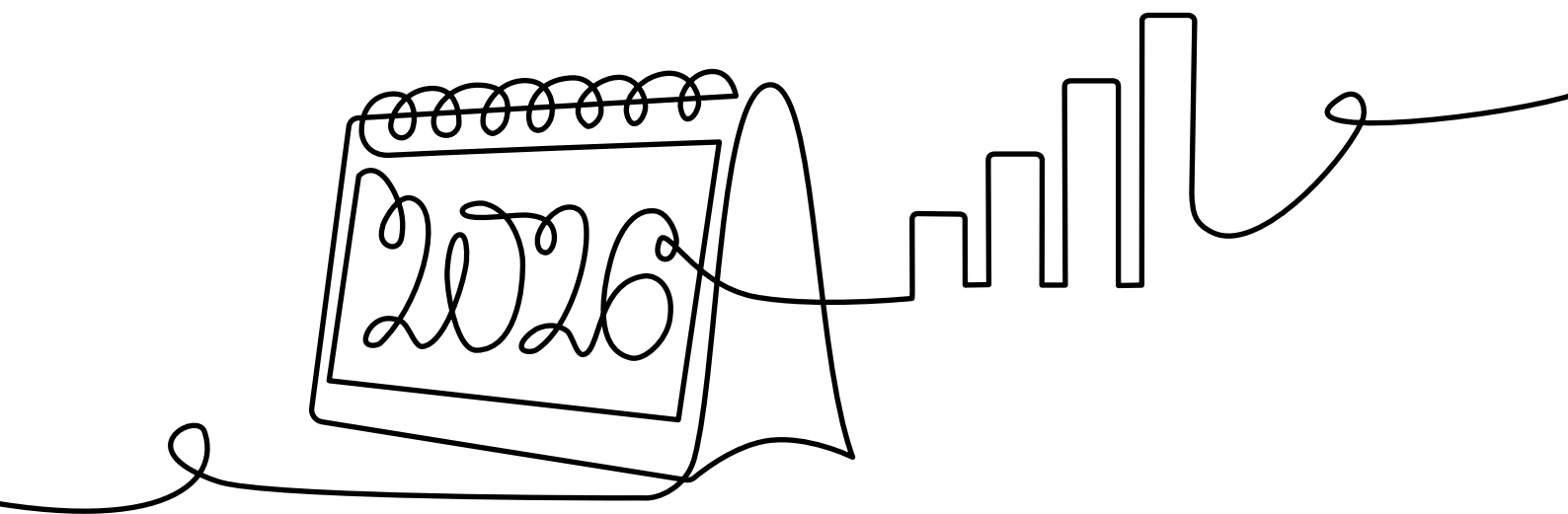
Bitcoin vymazal své roční zisky a prudce klesl z říjnové rekordní úrovně nad 125 000 USD pod 90 000 USD. Pokles je ovlivněn silným odlivem ETF a makroekonomickými faktory, jako jsou slábnoucí očekávání ohledně snižování úrokových sazeb a silnější americký dolar. K dřívějším letošním ziskům přispěla podpůrná americká regulace, včetně zákonů Genius Act a Clarity Act, které vyjasnily dohled a podpořily přijetí institucionálních opatření (např. alokace penzijních fondů). Nálada se však v poslední době zhoršila a na trzích s kryptoměnami převládá v současnosti averze k riziku, což odůvodňuje neutrální postoj k těmto aktivům až do konce roku. Vzhledem k téměř nulové korelaci se zlatem považujeme bitcoin spíš za aktivum s vysokou betou spojené s akciemi, než za uchovatele hodnoty. Navzdory volatilitě a rizikům poklesu zůstává náš střednědobý výhled do období let 2026–2027 neutrální až mírně pozitivní, k čemuž přispívá očekávané snížení sazeb v USA, rostoucí likvidita a strukturálně slabší americký dolar. Bitcoin však zůstává vysoce rizikovým obchodem vhodným pouze pro ty nejvíc oportunistické investory.

Naproti tomu **stablecoiny** zaznamenaly ve třetím čtvrtletí 2025 rekordní příliv přibližně 45 mld. USD, což je prudký nárůst oproti 10,8 mld. USD v předchozím čtvrtletí, přičemž celková nabídka přesáhla 300 mld. USD. Objem převodů dosáhl ve třetím čtvrtletí 2025 zhruba 15,6 bilionu USD, přičemž automatizované aktivity tvořily přibližně 70 % celkového objemu. Navzdory tomu počet retailových transakcí, tj. transakcí do 10 000 USD, neustále roste, což odráží rozšiřující se přijetí mezi běžnými uživateli. Stablecoiny fungují jako most s nízkou volatilitou mezi kryptoměnami a měnami s nuceným oběhem a podporují obchodování, platby, převody peněz a decentralizované finanční aktivity (DeFi). Jsou primárně kryty hotovostí a krátkodobými americkými státními dluhopisy a poskytují likviditu a nepřetržitou použitelnost při zachování stabilní hodnoty. Jejich úloha doplňuje aktiva s vysokou betou, jako je bitcoin, a oba segmenty těží z jasného regulačního rámce, i když se požadavky na transparentnost stablecoinů nadále vyvíjejí.





Hlavní příběhy pro rok 2026



AUTOŘI

Tullia Bucco

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Tobias Keller

Stefan Kolek

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Michael Teig

Marco Valli

- 1 Konfrontace
Evropy s realitou
v roce 2026
- 2 Dilema Evropy
ohledně
kritických surovin
- 3 Rizika a
příležitosti na
soukromém
úvěrovém trhu

1 Konfrontace Evropy s realitou v roce 2026

S příchodem roku 2026 stojí Evropa na křižovatce, pokud jde o **dodržování slibů**. EU oznámila hlavní závazky v oblasti výdajů na obranu a integraci, reformu svého hospodářství a revizi své migrační politiky. Německo, největší evropská ekonomika, se vzdalo fiskálního konzervatismu a představilo svou fiskální bazuku (viz „[WILL THE FISCAL BAZOOKA FINALLY START FIRING?](#)“, s. 8). Tyto kroky signalizují odhodlání Evropy reagovat na rostoucí geopolitické hrozby jednotným postupem v otázkách, které byly dříve považovány za příliš citlivé nebo příliš rozsáhlé, než aby byly koordinovány na úrovni EU.

Je však nepravděpodobné, že by se Evropa postavila těmto obrovským výzvám čelem. Důkazy spíše napovídají, že zvolený **přístup** bude **postupný a neucelený**, takže hrozí, že nebude dostatečný. Pokud jde o hospodářskou účinnost, největší zátěž stále ponesou národní iniciativy, především ta německá. Třebaže společné iniciativy, jako je SAFE (Security Action for Europe), pomáhají, nemusejí být dostatečné k řešení hlavních nedostatků, s nimiž se Evropa dlouhodobě potýká. Je příznačné, že mírné navýšení rozpočtu EU na období 2028–2034, které navrhla Evropská komise, se setkala s rozhodným odporem tzv. „spořivých“ členských států. To omezuje schopnost EU jednat strategicky nad rámec vyčleněných iniciativ, jako je obrana, a poukazuje na rozdíl mezi velkými ambicemi Evropy a její politickou setrvačností, k níž přispívají i omezené fiskální nástroje.

Využití mechanismu posílené spolupráce, jak nedávno navrhl bývalý prezident ECB Mario Draghi, by vyžadovalo francouzsko-německé vedení v klíčových strategických otázkách. Toho se zdá být obtížné dosáhnout i vzhledem k nestabilní politické situaci ve Francii (viz „[FRENCH POLITICAL DRAMA TO CONTINUE](#)“, s. 9) a vzhledem k tomu, že německá vláda se soustředí na vlastní domácí agendu. Proto se obrát ke „geopolitičtější“ Evropě zdá být **spíše ambiciózním cílem než jistotou**. To znamená, že rok 2026 bude pravděpodobně spíše rokem postupného pokroku než rokem strukturální transformace.

ROZPOČET EU

Po dvou letech vyjednávání se finanční rámec na období let 2028–2034 zaměří na inteligentnější, nikoli větší výdaje, **větší podmíněnost**, štihlejší strukturu a větší příklon ke konkurenceschopnosti a obraně. Rozpočet také mění orientaci výdajů na evropské veřejné statky, jako je klíčová infrastruktura a průmyslová politika. Společná fiskální kapacita však zůstává omezená. O plánech na financování evropských veřejných statků prostřednictvím rozsáhlého společného dluhu se nediskutovalo vážně. Přestože nový rámec znamená institucionální pokrok, **objem dostupných zdrojů** nebude dostačující k tomu, aby EU mohla čelit výzvám, které přináší nová geopolitická situace.

OBRANA

Příští rok bude **rozhodující zkouškou** toho, zda velké výdajové plány Evropy přinesou větší nezávislost na USA, nebo jen posílí stávající roztříštěnost. EU a její členské státy se zavázaly k výraznému navýšení výdajů s cílem přiblížit se k cíli NATO v oblasti základních výdajů na obranu ve výši 3,5 % HDP. Německo začalo jako první a využilo novou únikovou doložku, aby zvýšilo svůj deficit a předfinancovalo výdaje na obranu, zatímco většina ostatních spojenců EU a NATO plánuje postupnější zvyšování. Na evropské úrovni se **stěžejním nástrojem** stal program **SAFE**: dlouhodobý úvěrový program ve výši 150 miliard EUR s přísnými podmínkami, včetně kritérií týkajících se nákupu evropského zboží a požadavku, aby se na projektech podílely alespoň dva členské státy. Program SAFE je navržen tak, aby povzbuzoval země ke společnému plánování a průmyslové integraci namísto obvyklého roztříštěného úsilí jednotlivých států. Pokud budou projekty vybírány chytře a členské státy budou tento nástroj využívat ve velkém měřítku, mohl by se výrazně posílit evropský obranný průmysl a strategická autonomie.

KONKURENCESCHOPNOST

Kromě obav o bezpečnost je stále větším zdrojem obav nedostatečná konkurenceschopnost Evropy, zejména proto, že USA a Čína se předhánějí v technologiích a investicích. Klíčovou výzvou pro konkurenceschopnost Evropy bude rychlost implementace. Dvanáct měsíců po zveřejnění Draghiho zprávy v září 2024 bylo plně provedeno pouze **11 % Draghiho doporučení** a zhruba 20 % jenom částečně. Dobrou zprávou je, že v roce 2025 byly zahájeny iniciativy EU, které znamenají strategický posun směrem k větší autonomii a vyšší efektivitě. Ústředním bodem této agendy je **dohoda o čistém průmyslu**, která zahrnuje opatření na reindustrializaci Evropy prostřednictvím podpory výroby s použitím čistých technologií, zajištění kritických dodávek a snížení vstupních nákladů pro průmysl. Další důležitou politickou iniciativou je dokončení **jednotného trhu EU** do roku 2028, zjednodušení pravidel a snížení roztříštěnosti. Mnohá Draghiho doporučení však směřují k národním politikám: od modernizace vzdělávání a odborné přípravy až po revizi daňových a pracovních předpisů a dokončení jednotného trhu služeb.

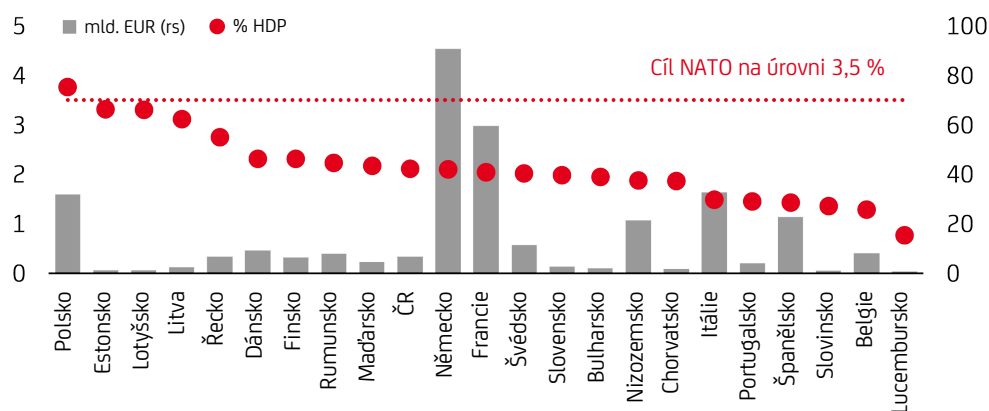
MIGRACE

Migrace je od uprchlické krize v roce 2015 jedním z nejvíc rozdělovajících politických témat v Evropě. Poté, co byl v roce 2024 konečně dohodnut nový komplexní pakt o migraci a azylu, budou příslušná nařízení plně funkční do léta 2026. To znamená, že **rok 2026 bude klíčovým** rokem pro zvládání migrace v Evropě, což je zásadní jak pro vnitřní soudržnost EU, tak pro domácí politiku členských států.

ROZHODOVÁNÍ V EU A KOALICE OCHOTNÝCH

Zda Evropa v dlouhodobém horizontu dosáhne dalšího pokroku v oblasti strategických priorit, závisí také na jejím (složitém) rozhodovacím procesu. Pravidlo jednomyslnosti sice zajišťuje, že všechny členské státy mají právo vyjádřit se, ale zároveň umožňuje jednotlivým vládám zdržovat kolektivní akci, i když existuje širší strategický konsenzus. Nedávné diskuse naznačují, že **hlasování kvalifikovanou většinou** by mohlo být selektivně uplatňováno při budoucích rozhodnutích o rozšíření, což je zvláště důležité pro země střední a východní Evropy, které čekají na přistoupení (Ukrajina, Moldavsko a západní Balkán). Kromě toho je pravděpodobné, že v roce 2026 bude přibývat iniciativ prosazovaných „**koalicemi ochotných**“: skupinkami evropských zemí, k nimž se mohou připojit i nečlenské země EU a které se snaží o pokrok v integraci ve vybraných oblastech a zároveň ponechávají otevřené dveře dalším zemím, aby se připojily později.

GRAF 3.1: SPOJENCI EU A NATO ZVÝŠÍ ZÁKLADNÍ VÝDAJE NA OBRANU
CELKOVÉ VÝDAJE NA OBRANU V ROCE 2024



Zdroj: Evropská komise, Evropská obranná agentura, Investiční institut společnosti UniCredit

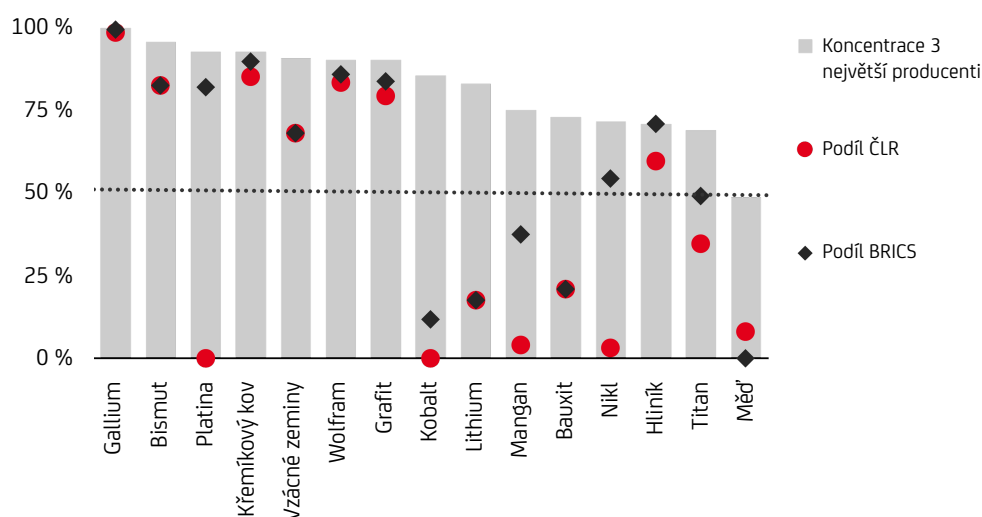
2 Dilema Evropy ohledně kritických surovin

Geoeconomika¹⁾ – strategické využití ekonomických nástrojů pro geopolitické cíle – se stala určující silou na globálních trzích, zejména v oblasti kritických komodit. Materiály, jako je lithium, kobalt a vzácné zemin, mají zásadní význam pro technologické a průmyslové základy 21. století, od obnovitelných zdrojů energie a elektromobilů až po spotřební elektroniku, pokročilou výrobu a obranu. V důsledku toho se **z těchto průmyslových vstupů stala strategická aktiva**, která se dostala do popředí geoeconomické konkurence. Nejnovější spor mezi USA a Čínou, který následoval po rozhodnutí Pekingu omezit vývoz vzácných zemin do USA²⁾, byl sice na rok pozastaven, ale podtrhuje význam geoeconomického rizika, které má stále potenciál v roce 2026 rozkolísat trhy. V této souvislosti čelí EU dilematu: její členské země jsou chudé na zdroje, ale jejich poptávka po kritických nerostných surovinách je vysoká, což znamená, že spolehlivé dodávky mají zásadní význam. Nedostatek zdrojů v Evropě a její omezená těžební a zpracovatelská kapacita vedou k problémům s dodávkami, které by mohly zmařit její ekologickou transformaci a ohrozit její strategickou autonomii.

ZEMĚ G7 SE MUSEJÍ SPOLÉHAT NA PŘÍSTUP KE ZDROJŮM BRICS

V této souvislosti EU v zájmu řešení tohoto problému rozlišuje mezi strategickými, kritickými a nekritickými nerostnými surovinami. Strategické a kritické suroviny vykazují vysoké riziko koncentrace mezi několika těžebními zeměmi, což vytváří **strategickou zranitelnost** pro regiony chudé na zdroje, jako je EU. Graf 3.2 ukazuje míru koncentrace 15 strategických surovin, jak je definovala EU: tři největší produkční země představují 50 až 100 % těžby a některé nerosty jsou do značné míry koncentrovány v Číně, což podtrhuje zranitelnost Evropy.

GRAF 3.2: PRODUKCE KLÍČOVÝCH STRATEGICKÝCH SUROVIN JE VYSOCE KONCENTROVANÁ
PODÍL PRODUKCE TĚŽBY SUROVIN, KTERÉ EU KLASIFIKOVALA JAKO STRATEGICKÉ



Zdroj: EU, US Geological Survey, Investiční institut společnosti UniCredit

¹⁾ Tento termín zavedl Edward Luttwak v článku „From Geopolitics to Geo-Economics: Logic of Conflict, Grammar of Commerce“, *The National Interest*, č. 20, 1990, s. 17–23.

²⁾ Navazuje na podobný krok čínské vlády, která v roce 2010 zakázala vývoz vzácných zemin do Japonska po incidentu v okolí ostrovů Senkaku.

Navíc na rozdíl od zemí BRICS+, které kontrolují značné rezervy, většina ekonomik G7 významnější ložiska těchto surovin nemá. Pouze USA, Kanada a Austrálie, které jsou hospodářsky a politicky spojeny s G7, mohou těmto zemím pomoci tento nedostatek částečně vyrovnat. Země BRICS+ si nicméně stále udržují **oligopolní postavení** v oblasti těžby. Nejdominantnějším hráčem je Čína, která se podílí více než 50 % na celosvětové těžbě téměř poloviny nerostných surovin, které EU klasifikuje jako strategické. Tato dominance je ještě výraznější v oblasti rafinace: u nerostných surovin, kde má Čína omezené zásoby, jako je kobalt a lithium, si zajistila vedoucí pozici díky své rozsáhlé rafinační kapacitě.

Zmíněná nerovnováha je důsledkem strategických, ekonomických a environmentálních rozhodnutí, která byla přijímána po desetiletí. Západní ekonomiky, včetně EU, přestaly upřednostňovat domácí těžbu kvůli přísným ekologickým předpisům, vysokým nákladům na těžbu a politickému odporu. Globalizace posílila model dodavatelského řetězce just-in-time, který upřednostňuje efektivitu před odolností. Čína toho využila prostřednictvím státem podporovaných investic, dlouhodobých smluv a majetkových podílů v těžebních operacích v Asii, Africe a Latinské Americe v rámci iniciativy Pás a stezka, která zajistila stálý přísun surovin do čínských rafinerií a upevnila její **dominantní postavení na začátku dodavatelského řetězce**. Země G7 zároveň nedostatečně investovaly do stávajících provozů, například do vzácných zemin v USA, a místo toho se spoléhaly na levnější dovoz od čínských dodavatelů. Vybudování konkurenceschopné rafinérské infrastruktury by podle odhadů odvětví mohlo trvat nejméně deset let. V důsledku toho si země BRICS+ v čele s Čínou udržují strategický vliv na kritické dodavatelské řetězce nerostných surovin. Tato pozice pravděpodobně přetrvá a bude v dohledné budoucnosti určovat globální technologie a výrobu.

ROSTOUCÍ NALÉHAVOST EVROPSKÉ STRATEGIE V OBLASTI NEROSTNÝCH SUROVIN

EU si uvědomuje svou závislost na externích dodavatelích, a proto zavedla řadu legislativních a jiných iniciativ, které mají její závislost snížit. Akt EU o kritických surovinách, přijatý v roce 2024, stanoví pro rok 2030 následující jasná kritéria: nejméně 10 % poptávky EU se musí těžit v tuzemsku, 40 % zpracovávat v rámci bloku, 25 % pocházet z recyklace a maximálně 65 % z jedné třetí země. Tyto ambiciózní cíle podtrhují strategický obrat. Evropa již nepovažuje zabezpečení zdrojů za něco nedůležitého, ale za **základní kámen ekonomické odolnosti**. Jeho realizace je podpořena investicemi v odhadované výši 22,5 miliardy EUR v rámci 47 strategických projektů ve 13 členských státech EU a partnerských zemích.

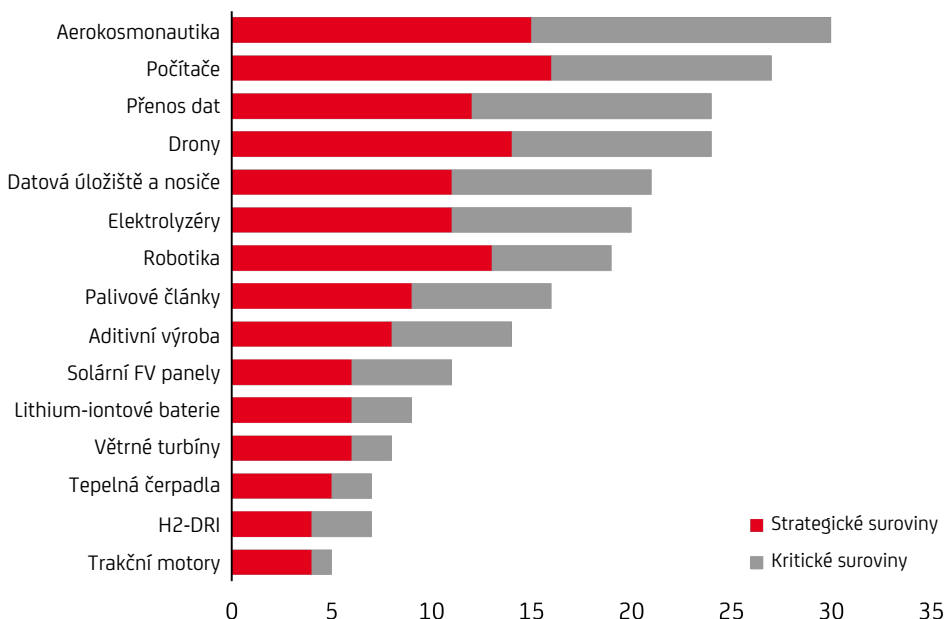
Kromě toho má Evropské sdružení pro suroviny za úkol diverzifikovat dodavatelské řetězce mimo Čínu a Rusko, zatímco Evropská bateriová aliance si klade za cíl vytvořit konkurenceschopný ekosystém baterií, aby se snížila závislost na asijských výrobcích katod a anod. Rámec pro oběhové hospodářství, který toto úsilí doplňuje, stanoví **strategickou vizi** bloku, pokud jde o **snižování množství odpadu a zlepšování účinnosti využívání zdrojů**, a připravovaný akt o oběhovém hospodářství tuto vizi promítne do závazných cílů, včetně zdvojnásobení míry oběhového hospodářství EU na 24 % do roku 2030. Jako další páka slouží obchodní diplomacie: dohody, jako je dohoda EU-Mercosur, mají zajistit přístup ke kritickým surovinám od partnerů bohatých na zdroje.

ODVĚTVOVÉ DŮSLEDKY

Poptávka po výrobcích ze strategických a kritických nerostných surovin se mezitím zvýší nebývalým tempem prakticky ve všech technologiích, a to díky růstu v oblasti technologií obnovitelných zdrojů energie, elektromobility a pokročilé výroby. Mezi nejpoužívanější materiály ve strategických technologiích patří hliník, měď, nikl, křemíkový kov a mangan, přičemž každý z nich se vyskytuje ve více než desítkách kritických aplikací. Tato závislost se projevuje ve **všech fázích hodnotového řetězce**, od těžby nerostných surovin až po rafinaci, zpracování a výrobu meziproduktů. V odvětvích, jako je fotovoltaika, platí čínská dominance pro celý hodnotový řetězec, zatímco v odvětví větrné energie a elektromotorů zahrnuje klíčové materiály, jako jsou magnety ze vzácných zemin.

Na základě klasifikace strategických a kritických nerostných surovin EU ukazuje graf 3.3 závislost konkrétních technologií, které Evropská komise považuje za klíčové pro hospodářský život v 21. století, na těchto nerostných surovinách. To, že je při výrobě potřeba jen malé množství těchto surovin, nesnižuje jejich význam: výrobu může negativně ovlivnit jediný chybějící prvek. Poptávka po těchto materiálech také prudce vzroste. Například u lithia prognózy EU uvádějí jednadvacetinásobný nárůst do roku 2050, zatímco poptávka po platině by se ve stejném období mohla zvýšit až dvěstěkrát.

GRAF 3.3: ZÁVISLOST TECHNOLOGIÍ 21. STOLETÍ NA NEROSTNÝCH SUROVINÁCH
POČET STRATEGICKÝCH A KRITICKÝCH SUROVIN POUŽÍVANÝCH VE VYBRANÝCH EKONOMICKÝCH SEGMENTECH V EU



Zdroj: EU, Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: AM = aditivní výroba, PV = fotovoltaika, H2 DRI = vodíkem přímo redukováné železo a elektrické obloukové pece

Sečteno a podtrženo, geoeconomika může vyvolat otřesy, které se šíří průmyslovými odvětvími a negativně ovlivňují konkurenceschopnost a hospodářskou bezpečnost. Kombinace rostoucí poptávky a koncentrované nabídky navíc vystavuje EU riziku vážných výpadků v případě geoeconomického napětí, což pro trhy s rizikovými aktivy znamená riziko zvláště nepříznivého vývoje s nízkou pravděpodobností. Vzhledem k neexistenci geologických zásob může EU snížit svou závislost na kritických materiálech ze zemí BRICS+ **diverzifikací dodavatelských řetězců** směrem ke stabilním partnerům, rozšířením strategických zásob, vybudováním zpracovatelské a recyklační infrastruktury (zejména pro vzácné zeminy a baterie) a prostřednictvím technologických inovací a lepšího využívání zdrojů. Nové zpracovatelské projekty však vyžadují dlouhou přípravu, než budou uvedeny do provozu, zatímco recyklační úsilí závisí na hromadění materiálů s ukončenou životností, což je proces, který nemusí přinést významné výhody dříve než v roce 2030.

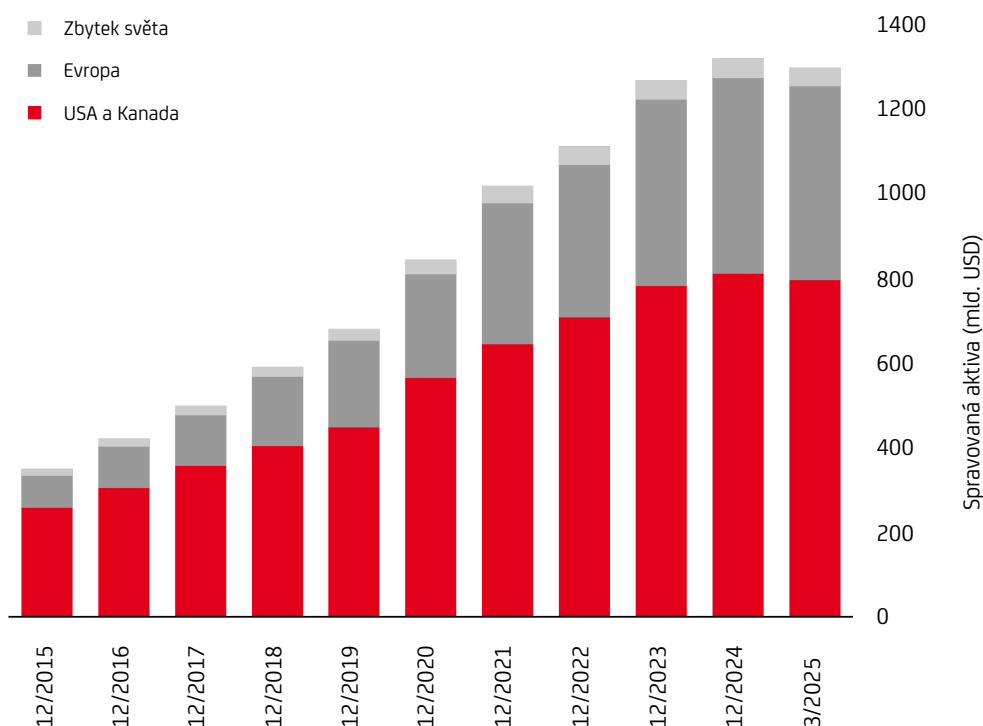
V této souvislosti je pro zmírnění zranitelnosti dodavatelského řetězce zásadní udržovat konstruktivní a spolehlivé vztahy s předními producenty klíčových nerostných surovin. EU může rovněž posílit svou vyjednávací pozici v mezinárodním obchodě využitím strukturálně silných oblastí: velikosti svého trhu, vedoucího postavení ve výrobě a ekologických technologických norem. Blok má také několik potenciálních odvetných nástrojů, které by mohl použít proti jiným zemím, které se snaží podkopat jeho ekonomiku, jako je omezení přístupu k unikátním technologiím a v krajním případě použití nástroje na ochranu proti ekonomickému nátlaku. Pro investory to znamená sledovat obchodní diplomacii EU a strategické projekty, protože ty budou určovat bezpečnost dodávek a investiční příležitosti v oblasti čistých technologií a pokročilé výroby.

3 Rizika a příležitosti na soukromém úvěrovém trhu

Soukromé úvěry zahrnují přímé úvěry poskytované středně velkým podnikům, obvykle nebankovními subjekty, jako jsou soukromé dluhové fondy a společnosti působící v oblasti rozvoje podnikání. Trh soukromých úvěrů vykázal v posledním desetiletí silný 20% růst, kterému dominoval trh v USA. Nedávné novinové titulky týkající se nesplacení soukromých úvěrů v USA vyvolaly obavy ohledně jejich úvěrové kvality a možného negativního dopadu na širší finanční systém a hospodářský výhled USA.

GRAF 3.4: SILNÝ ROZVOJ SOUKROMÉHO ÚVĚROVÉHO TRHU

CELKOVÝ OBJEM NESPLACENÝCH PŘÍMÝCH ÚVĚRŮ A ÚVĚRŮ ZAJIŠTĚNÝCH AKTIV
PODLE REGIONU DLUŽNÍKŮ (V MLD. USD)



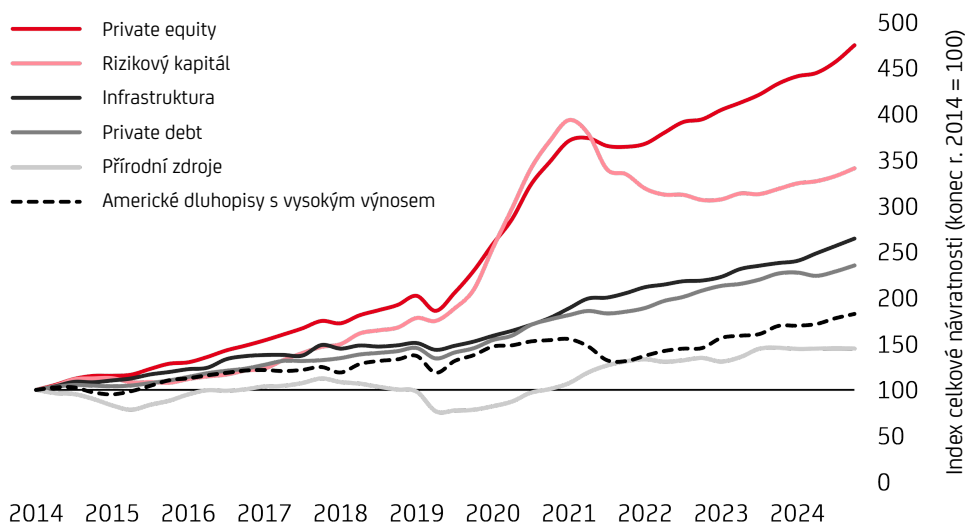
Zdroj: Preqin, Investiční institut společnosti UniCredit

Soukromé úvěry poskytují investorům příležitosti, neboť nabízejí diverzifikaci portfolia a možnost vyšších výnosů. Průměrný celkový roční výnos amerického soukromého dluhu za posledních deset let činí 8,1 % ročně, což znamená roční výnos vyšší o 2,5 procentního bodu než u amerických úvěrů s vysokým výnosem. Je obtížné měřit a porovnávat volatilitu, protože soukromé úvěry jsou méně likvidní třídou aktiv než dluhopisy s vysokým výnosem. Přesto je směrodatná odchylka čtvrtletních výnosů v letech 2015 až 2025 nižší u soukromých úvěrů než u dluhopisů s vysokým výnosem.

Soukromý úvěr je
méně likvidní třídou aktiv
než dluhopisy s vysokým
výnosem.

GRAF 3.5: SOUKROMÉ ÚVĚRY V USA V UPLYNULÉM DESETELETÍ PŘEKONÁVALY VÝKONNOST AMERICKÝCH DLUHOPISŮ S VYSOKÝM VÝNOSEM

INDEXY CELKOVÉ NÁVRATNOSTI ALTERNATIVNÍCH TŘÍD AKTIV A AMERICKÝCH DLUHOPISŮ S VYSOKÝM VÝNOSEM



Zdroj: Bloomberg, PitchBook Data, Investiční institut společnosti UniCredit

Americké a evropské regulační orgány opakovaně upozorňují na rizika, která soukromé úvěry představují pro finanční systém. Například *zpráva MMF o globální finanční stabilitě* z října 2025 ukázala, že zranitelnost nebankovních finančních zprostředkovatelů se může rychle přenést do základního bankovního systému, což zesiluje šoky a komplikuje krizové řízení. V této souvislosti se výrazně zvýšila expozice tradičních bank vůči nebankovním finančním institucím, kam patří oblasti spadající pod mírnější regulační rámec, jako je soukromý kapitál a soukromé úvěry. Americké banky mají vůči nebankovním finančním institucím v průměru 9% expozici a v USA přibližně polovina bank analyzovaných Mezinárodním měnovým fondem má expozici vůči nebankovním finančním institucím vyšší než jejich kapitál tier 1, což znamená, že rizikový scénář by mohl významně ovlivnit úroveň jejich kapitalizace.

V USA je jednou z problematických oblastí **převod úvěrů na komerční nemovitosti** z tradičního bankovního sektoru na soukromé úvěrové subjekty, který je doprovázen linkami financování od bank k těmto subjektům, což omezuje transparentnost kvality podkladových aktiv bankovního sektoru. V Evropě je i přes svůj růst soukromý úvěrový trh stále malý v porovnání s celkovými bankovními úvěry. Banky pod dohledem ECB poskytují nebankovním finančním institucím úvěry ve výši 5,7 bilionu EUR, zatímco objem spravovaných evropských soukromých úvěrových aktiv činí 0,4 bilionu EUR. Společnosti působící v oblasti rozvoje podnikání mají často **rating nižšího investičního stupně**, zatímco soukromé úvěry jsou poskytovány dlužníkům s nižším ratingem. Tento vývoj je podporován přísnější regulací bank, díky níž je pro banky z hlediska návratnosti přiděleného kapitálu atraktivnější držet expozici vůči soukromým úvěrovým subjektům s ratingem investičního stupně než vůči riziku podnikových úvěrů s nižším ratingem. Kromě toho několik evropských bank poskytuje úvěrové linky také americkým soukromým úvěrovým subjektům.

Navzdory nedávným případům specifického selhání v USA nevidíme v současné době žádné systémové riziko pro celý soukromý úvěrový sektor. Nesplácení se týkalo **dlužníků se slabými ekonomickými základy nebo zranitelnými obchodními modely** a částečně bylo způsobeno podvodnými aktivitami. Čtvrtletní údaje o selhání amerických soukromých úvěrových transakcí ukazují pouze postupné zhoršování ve třetím čtvrtletí 2025. V roce 2025 došlo ve srovnání s rokem 2024 ke zpomalení objemu nových obchodů. Cenotvorba nedávných soukromých úvěrových obchodů v roce 2025 ukazuje další mírné snížení spreadu v průběhu roku 2025, což naznačuje, že poskytovatelé úvěrů nevidí žádnou systémovou zátěž (což

vysvětluje snížení spreadu), ale mohou být selektivnější na úrovni jednotlivých obchodů (což vysvětluje snížení objemu nových obchodů ve srovnání s rokem 2024).

Náš základní scénář pro rok 2026 počítá s větším počtem idiosynkratických selhání v USA, ale bez systémové zátěže. To by mělo mít zvládnutelný dopad na bankovní sektor, ale pravděpodobně by to vedlo k větší volatilitě ocenění akcií a úvěrů exponovaných bank. V roce 2026 také očekáváme pomalejší růst tohoto segmentu. Za rizikový považujeme případ, že v případě dlouhodobé hospodářské recese (což není náš základní scénář) by rostoucí počet nesplácených soukromých úvěrů mohl vyvolat tlak na soukromé úvěrové subjekty, což by vedlo k většímu počtu nesplácených bankovních úvěrů. V této souvislosti je užitečné podívat se zpět na reakci trhu v roce 2023, kdy mělo problémy několik amerických regionálních bank a Credit Suisse. Jak ukazuje graf 3.6, v roce 2023 investoři rozlišovali mezi různými typy úvěrů, přičemž evropské finanční instituce a úvěry s vysokým výnosem (spolu s akciemi) se dostaly pod značný tlak, což způsobilo výrazné rozšíření příslušných indexů iBoxx, zatímco index nefinančních podniků iBoxx Non-Financials zůstal poměrně stabilní.

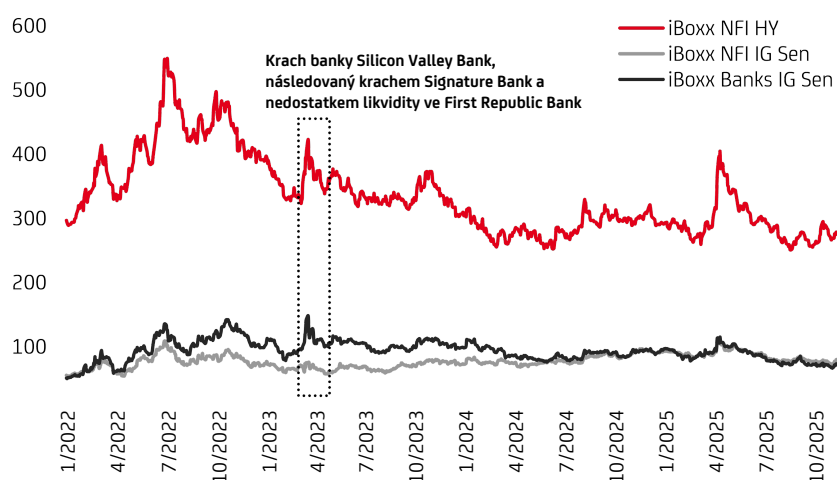
To naznačuje, že trh tehdy počítal s **negativním dopadem na evropské finanční podniky**, ale nikoli na širší makroekonomické prostředí. Evropské banky se rovněž podílejí na poskytování úvěrů americkým soukromým úvěrovým subjektům a evropské pojišťovny a penzijní fondy drží pozice v oblasti amerických soukromých úvěrů. Nejzranitelnějším segmentem úvěrového trhu jsou finanční instituce. Mezi potenciální kanály, kterými by se problémy mohly přenášet, patří pokles likvidity v souvislosti s odkupy (nebo výzvami k dodatkové úhradě) amerických soukromých úvěrových fondů, což je vede k likvidaci aktiv jinde, včetně evropských úvěrů. Následné přecenění nelikvidních expozic a expozic využívajících pákového efektu by se mohlo přenést do přecenění evropských alternativních úvěrových fondů a také vyvolat vyšší počet selhání a zhoršení zajištění, což by bankám způsobilo ztráty a vedlo ke zpřísnění úvěrových podmínek v Evropě. To by mělo dopad na slabší segmenty trhu, jako jsou například úvěry s vysokým výnosem. To, zda centrální banky zasáhnou, bude záviset na závažnosti případné krize a na tom, zda by se mohla rozšířit do dalších oblastí ekonomiky. Pokud by taková situace přerostla v systémový problém, je vysoce pravděpodobné, že by hlavní centrální banky přijaly mimořádná opatření (týkající se likvidity).



Náš základní scénář pro rok 2026 počítá s větším počtem idiosynkratických selhání v USA, ale bez systémové zátěže.

GRAF 3.6: PROBLÉMY AMERICKÝCH STŘEDNĚ VELKÝCH BANK V ROCE 2023 ZASÁHLY EVROPSKÉ FINANČNÍ INSTITUCE A ÚVĚRY S VYSOKÝM VÝNOSEM

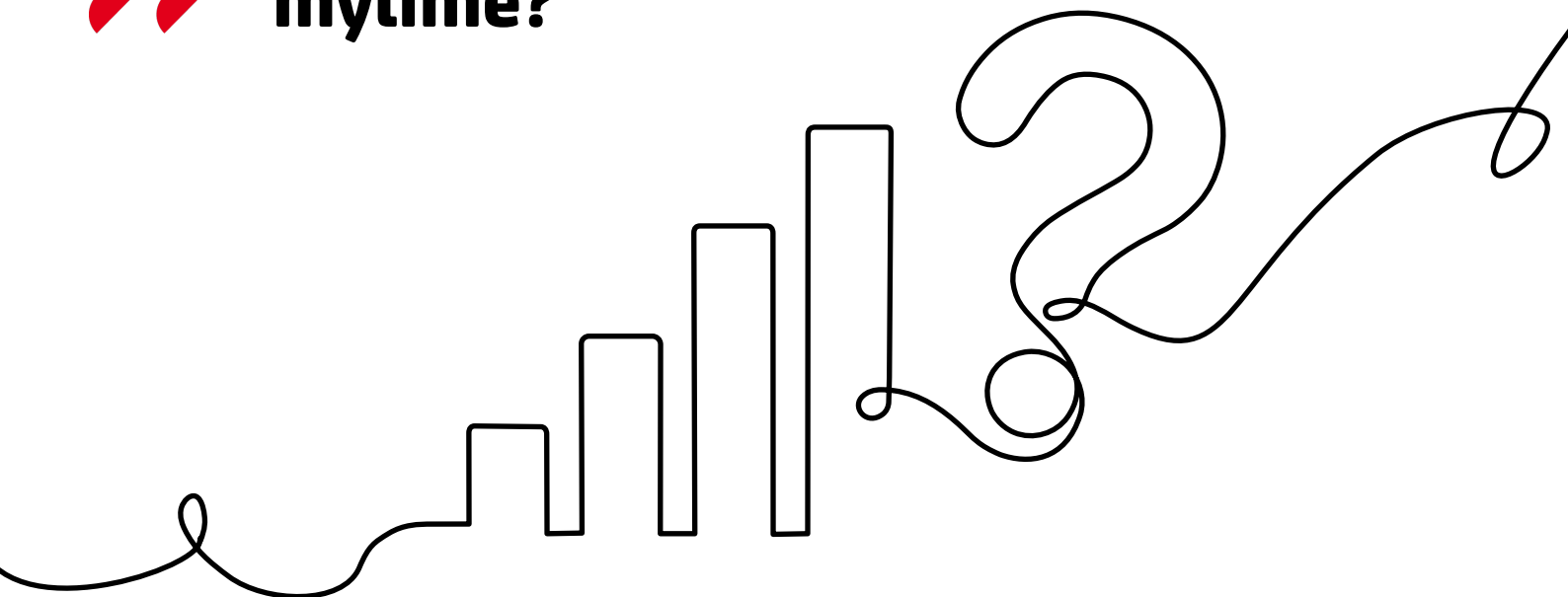
VYBRANÁ ROZPĚTÍ PODNIKOVÝCH ÚVĚRŮ IBOXX (BB)



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



Co když se mýlíme?



AUTOŘI

Edoardo Campanella

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

Roberto Mialich

Giovanni Mazzariello

Christian Stocker

Thomas Strobel

Nad rámec základního scénáře

Náš základní scénář pro rok 2026 zůstává konstruktivní, nicméně trhy se málokdy pohybují přímočaře a historie nám připomíná, že přelomové změny se často špatně odhadují. Co když se ukáže, že náš základní pohled je chybný? Zkoumáme dva scénáře, které by mohly změnit investiční prostředí.

Scénář 1: Ochabující dynamika umělé inteligence

Umělá inteligence je od konce roku 2022 dominantní silou na akciových trzích. Náš základní scénář předpokládá, že umělá inteligence přinese transformační zvýšení produktivity, ale nelze ignorovat zranitelná místa. Nadměrná kapacita a rostoucí zadlužení, zejména v oblasti infrastruktury, by mohly vyvolat korekci, pokud se ukáže, že zpeněžení je pomalejší, než se očekávalo. Dřívější technologické boomy naznačují, že dlouhodobé přínosy přetrvají, ale přechodová fáze může být volatilní.

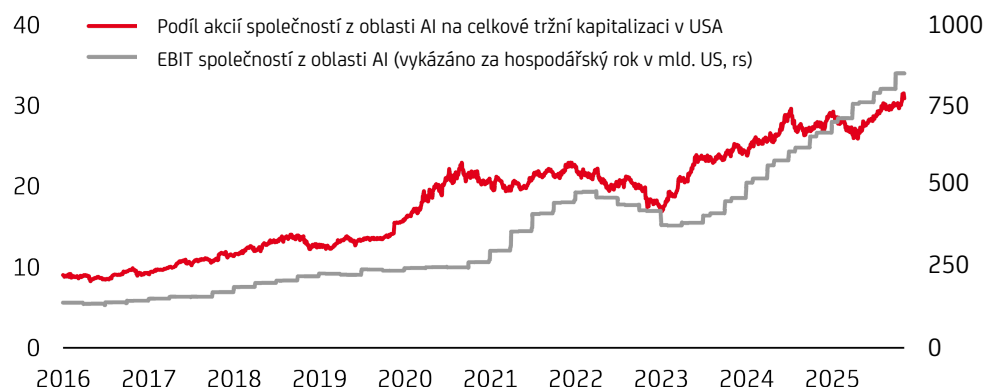
Scénář 2: Evropa v centru pozornosti

Evropa je pro investory zřídka první volbou. To by se mohlo změnit. Fiskální expanze, hlubší integrace a silnější instituce vytvářejí základy pro přesvědčivější příběh v oblasti akcí. Rozšiřující se trh s německými státními dluhopisy, rostoucí investice do obrany a digitální infrastruktury a pevnější euro by mohly Evropu postavit do pozice důvěryhodné alternativy ve stále multipolárnějším světě, v němž se výjimečnost USA začíná vytrácet.

Prudký nárůst investic do umělé inteligence: Ignorujeme rizika?

Umělá inteligence je od konce roku 2022 dominantní silou na akciových trzích. Akcie technologických společností spojených s umělou inteligencí se na výnosech indexu S&P 500 v tomto období podílely zhruba třemi čtvrtinami a přibližně třetina tržní kapitalizace indexu je nyní spojena s tématy umělé inteligence. Tato koncentrace odráží mimořádnou důvěru investorů, ale zároveň vytváří strukturální slabiny.

GRAF 4.1: PODÍL SPOLEČNOSTÍ Z OBLASTI UMĚLÉ INTELIGENCE V INDEXU S&P 500 A SOUVISEJÍCÍ ZISKY



Zdroj: LSEG Datastream, Worldscope, Investiční institut společnosti UniCredit

Zatímco náš základní scénář předpokládá, že umělá inteligence přinese transformační zisky, a my zachováváme konstruktivní výhled pro akciové trhy v roce 2026 (viz také [Názory na vývoj na trhu](#)), investoři musejí vyhodnotit, kde leží rizika ve **třech vrstvách ekosystému umělé inteligence**, tj. **infrastruktuře, platformách a aplikacích**, pokud dynamika oslabí.

1 Infrastruktura Kapitálová náročnost způsobuje provozní nestabilitu

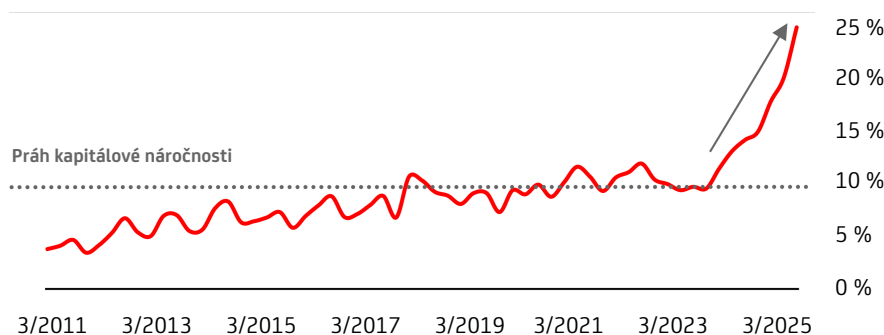
Rozsah kapitálových investic do umělé inteligence je zářející. Velké technologické firmy vynakládají biliony dolarů na **páteří technologie** (datová centra, pokročilé čipy a výrobu energie), což dalece přesahuje výši investic do pokládání kabelů do země, staveb a přenosových vedení. Čisté kapitálové výdaje velkých amerických firem (v nominálním vyjádření) již překonaly hodnotu z doby internetové bubliny. Tyto investice jsou vynakládány předem, ale jejich návratnost zůstává z velké části neověřená. Tlak zvyšují hardwarové cykly: Grafické procesory se obvykle odepisují po dobu tří až čtyř let, a i když se jejich životnost o něco prodlouží, zůstane omezená v porovnání s desítky let trvající užitečností optické infrastruktury instalované během internetového boomu. Navzdory spekulativnímu charakteru této éry vytvořily její kapitálové investice nakonec trvalá aktiva, která jsou základem dnešního globálního internetu.

Financování zvyšuje riziko. Současný rozvoj kapacit je financován silnými peněžními toky technologických gigantů, jejichž finanční síla jim umožňuje sloužit jako výkonný motor cyklu umělé inteligence. Vzhledem k přetrvávajícím investičním potřebám se však velké společnosti z oblasti cloud computingu stále víc snaží snížit přímou kapitálovou náročnost outsourcingem výpočetní techniky menším poskytovatelům „neocloudu“. Tyto podniky nemají srovnatelnou finanční sílu a při financování rozšiřování kapacit jsou často do značné míry závislé na vlastním kapitálu i zadlužování. A **pákový efekt** bude hrát větší roli v celém ekosystému umělé inteligence, nejen mezi menšími hráči. Nedávná emise dluhopisů společnosti Meta v hodnotě 30 miliard USD je prvním významným krokem velkých technologických společností k financování infrastruktury umělé inteligence prostřednictvím dluhu, což přináší novou dynamiku, která zvyšuje systémové riziko.

Křehkost tohoto systému navíc nespočívá pouze v technologii, ale i ve **zpětné vazbě mezi očekáváním trhu a investičním chováním**. Čtvrtletní data o kapitálových výdajích slouží jako „barometr dynamiky“. Dokud budou výdaje překvapivě růst, zůstane důvěra vysoká, což posílí vnímání silného cyklu a bude tlačit firmy ke stále extrémnějším kapitálově náročným strategiím. Jakýkoli pokles výdajů na infrastrukturu související s umělou inteligencí by však mohl vyvolat prudkou reakci.

GRAF 4.2: TECHNOLOGIE JSOU OPĚT KAPITÁLOVĚ NÁROČNÉ

POMĚR INVESTIČNÍCH VÝDAJŮ: MICROSOFT, APPLE, GOOGLE, AMAZON, META A ORACLE



Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

2 Platformy Problémové zpeněžení

S **platformami umělé inteligence** jsou spojeny další specifické nejisté faktory. Velké jazykové modely (LLM) si získaly celosvětovou pozornost. Mění způsob, jakým lidé komunikují s technologiemi, a vyvolaly silný investiční cyklus. Ekonomický model, který tuto transformaci nakonec udrží v chodu, i zpeněžení však zůstávají nejisté. Navzdory širokému rozšíření se stále neprokázala schopnost přeměnit jejich využívání v trvalé příjmy a zisky. Odhady z oboru ukazují, že tržní podíl OpenAI, hlavního hnacího motoru poptávky v oblasti computingu, se snížil z téměř úplné dominance při uvedení na trh přibližně na 74 % ve spotřebitelském provozu, zatímco podíl jeho API pro podniky klesl přibližně na 25 %, což odráží omezené přijetí ze strany podniků. Z těchto údajů vyplývá, že většinu uživatelů tvoří retailoví uživatelé, kteří se často spoléhají na bezplatné modely. Návštěvnost se tedy nemusí nutně promítnout do zisku.

Konkurenční platformy (od modelů s otevřeným zdrojovým kódem až po integrované funkce AI v rámci stávajících softwarových ekosystémů) mezitím snižují diferenciaci a urychlují komoditizaci. Strategie generování příjmů, ať už prostřednictvím integrace obchodu, reklamy nebo prémiových úrovní, zůstávají z velké části neurčitě. Současně se mezní náklady na inferenci (tj. náklady na vytvoření každé odpovědi chatbotem, které se liší od nákladů na trénink umělé inteligence, aby tuto odpověď poskytla) stále snižují s tím, jak se zlepšuje účinnost hardwaru a modelu, což je pozitivní pro přijetí, ale potenciálně to v průběhu času snižuje vliv na tvorbu cen.

3 Aplikace Od příslibu k realitě

S rostoucí konkurencí a snižující se diferenciací modelů se tvorba hodnoty pravděpodobně přesune na **aplikační vrstvu**. Tento vývoj je však stále v počáteční fázi. Výzvou je přejít od experimentů k nepostradatelným aplikacím a prokázat, že umělá inteligence může generovat trvalé zdroje příjmů nad rámec přírůstku efektivity. Vrchní vrstva nástrojů umělé inteligence závisí na identifikaci skutečně zásadního využití, což může vést k masovému přijetí

a ospravedlnit masivní investice do související infrastruktury. Komerční využití je zatím omezené, většina aplikací se zaměřuje na nástroje pro zvýšení produktivity, kódovací asistenty a kopiloty, které zlepšují pracovní postupy, ale zatím nepřinášejí rozsáhlou možnost zpeněžení nebo transformační ekonomický dopad.

Pokud se diferenciací mezi jednotlivými modely vytratí a aplikace se nepodaří významně rozšířit, investiční dynamika, která dnes pohání investiční boom, by mohla ztratit na síle. V tomto smyslu bude další fáze příběhu umělé inteligence méně záviset na rozšiřování výpočetní kapacity a víc na prokázání hmatatelné ekonomické hodnoty na aplikační úrovni.

Jak může umělá inteligence znásobit problémy trhu

Investičními výdaji a problémem zpeněžení a masového přijetí příběh nekončí. Umělá inteligence se stále víc začleňuje do struktury trhu. Algoritmické obchodování by mohlo zesílit stádní chování, kdy modely reagují na signály podobně a zrychlují volatilitu. Na trhu, který je koncentrován do několika málo akcií podniků působících v oblasti umělé inteligence, zvyšují křížové investice a dohody o exkluzivních dodávkách korelaci, takže změny nálady na trhu mají větší dopad. **Klíčovým rizikem je korekce ocenění akcií s vysokým podílem umělé inteligence**, systémový stres by se stal problémem pouze v případě, že by se zintenzivnila expanze financovaná dluhem, protože pákový efekt by mohl zpomalit proměnit v hlubší narušení trhu. V této souvislosti je i nadále zásadní sledovat tři ukazatele – využití kapitálu, realizaci výnosů a pozici investorů, protože slouží jako včasné signály jak zdraví podniku, tak jeho potenciální křehkosti.

Výdaje na umělou inteligenci vytvářejí předpoklady pro trvalou transformaci

Historie nabízí perspektivu. V internetové éře došlo k masivním investicím do optických vláken, po nichž následoval bolestivý přebytek kapacity, ale nakonec se snížily náklady na širokopásmové připojení a bylo podpořeno elektronické obchodování. Podobný vzorec se může objevit i v oblasti umělé inteligence: dnešní vysoké výdaje by mohly snížit náklady na inferenci, které jsou v současnosti vysoké kvůli nárokům na grafické procesory a výpočetní techniku, a uvolnit tak poptávku v dlouhodobém horizontu. I kdyby došlo ke krátkodobé korekci, levnější inference by urychlily přijetí a umožnily nové aplikace. Toto srovnání má však své hranice. Na rozdíl od převážně spekulativní poptávky v éře internetové bubliny odráží dnešní budování umělé inteligence skutečnou a rychle rostoucí potřebu výpočetní techniky.

Skutečným problémem není neexistence poptávky, ale to, zda se **zpeněžení a zvýšení produktivity** může rozšířit dostatečně rychle, aby ospravedlnilo tempo a rozsah investic. Britský železniční boom ve 40. letech 19. století nabízí další, i když jistě slabší paralelu. Parlament schválil plány na výstavbu 15 000 km nových tratí. Třetina z těchto tras se nikdy nepostavila a investoři za to zaplatili vysokou cenu, když bublina splaskla. Mnohé z tehdy položených kolejí však dodnes tvoří páteř britské železniční sítě, což slouží jako připomínka toho, že období nadměrných investic může zanechat trvalou (a možná i pozitivní) stopu.

Jak ukazuje historie, trhy mají často problém přesně ocenit technologie, které slibují exponenciální přínos, ale vyžadují značné počáteční investice. Rizika se soustřeďují v oblasti infrastruktury, kde je hlavní zranitelnost spojena s potenciální nadměrnou kapacitou a v průběhu času případně s nadměrným pákovým efektem. Přestože přechodová fáze může být volatilní, v minulosti se ukázalo, že investiční boom podporuje základní technologii, a to i v případech, kdy došlo k počátečnímu přeinvestování.

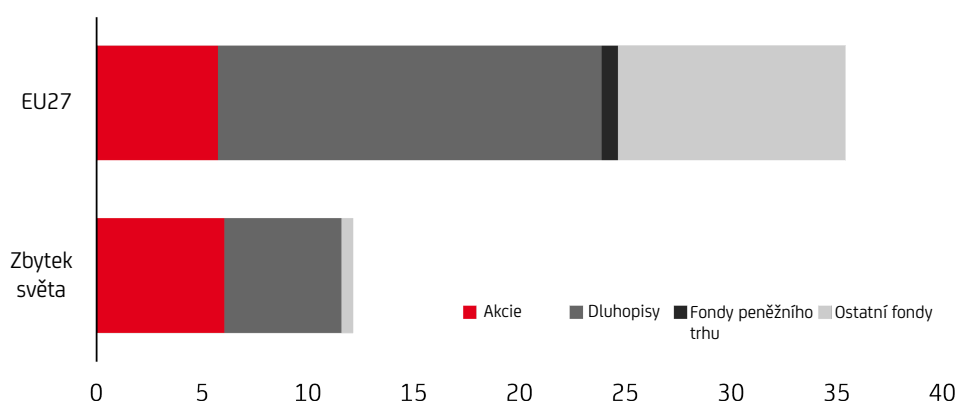
Náš základní scénář proto zůstává konstruktivní: AI je připravena změnit obchodní modely a umožnit růst založený na inovacích. Zdá se, že současné ocenění zohledňuje očekávání trvalého růstu produktivity, zatímco rozsáhlé investice do infrastruktury by mohly v průběhu času přinést trvalé výnosy. Transformační technologie měly v minulosti **hluboký dlouhodobý dopad** a očekáváme, že AI bude mít podobnou trajektorii. V nejbližší době také očekáváme, že dynamika akciových trhů bude pokračovat, i když pravděpodobně s mírnějším nadšením, větším povědomím o riziku a postupným rozšiřováním mimo dnešní koncentrované lídry trhu.

Mohla by Evropa nahradit USA jako referenční trh?

Z historického pohledu byla Evropa zřídka vnímána jako ideální místo pro investování. Nejenže mimoevropští investoři dávají přednost USA a rozvíjejícím se trhům, ale také evropští investoři obrátili svůj pohled jinam a hledají atraktivnější výnosy. To platí zejména pro akciové trhy, kde dlouhodobé upřednostňování aktiv z USA a rozvíjejících se trhů pramení z vnímání vyššího růstového potenciálu, lepších výnosů, větší ochoty inovovat a menší politické roztříštěnosti a regulace.

GRAF 4.3: JAK EVROPANÉ INVESTUJÍ SVÉ PENÍZE

BIL. EUR



Zatímco evropští investoři dávají přednost nákupu **aktiv s pevným výnosem** a **fondů** emitovaných a distribuovaných v EU, jejich **akciová** portfolia jsou rovnoměrně rozdělena mezi EU27 a zbytek světa (především USA). Údaje amerických statistických zpráv (TIC) potvrzují, že evropští investoři začali od roku 2023 znovu nakupovat americké akcie.

Zdroj: ECB, Investiční institut společnosti UniCredit

Zatímco někteří tvrdí, že výjimečnost USA je pevně daná, jiní se domnívají, že politická a ekonomická opatření zavedená Trumpovou administrativou mohou vést k **oslabení amerických institucí** a ke ztrátě geopolitické převahy země. Je nepravděpodobné, že by USA zcela ztratily své postavení, ale zdá se, že směřujeme ke světu, kde nebude jen jeden, ale několik referenčních trhů.

Klíčová otázka tedy zní:

Jak se Evropa může stát referenčním trhem, který by případně nahradil USA v této roli?

V některých případech jde jen o změnu vnímání kontinentu. V ostatních případech jde spíš o to, jak co nejproduktivněji přeměňovat zdroje. Některé z těchto změn jsou rychlé a jiné vyžadují víc času.

Vidíme pět vzájemně propojených oblastí, v nichž je patrný pokrok a které v horizontu naší prognózy mohou Evropě pomoci změnit značku:

1. Účinné **průmyslové politiky**
2. Vývoj **likvidního bezpečného aktiva**
3. Dokončení **jednotného trhu**
4. Zavedení **digitálního eura**
5. Zavádění **pokročilých technologií** ve velkém měřítku

To samozřejmě vyžaduje politické úsilí, které přesahuje rámec postupného a neuceleného přístupu, který očekáváme v příštím roce (viz „[Konfrontace Evropy s realitou v roce 2026](#)“, str. 22).



1 Průmyslové politiky

Účinné průmyslové politiky mohou zvýšit výnosy z akcí

Evropa od vypuknutí pandemie zaostává v hospodářském růstu za USA, což je zčásti způsobeno nedostatečnými průmyslovými politikami. Dva zlomové momenty představuje zahájení programu Next Generation EU (NGEU) po vypuknutí pandemie a březnové **oznámení „fiskální bazuky“** v Německu. První z nich otevřel dveře společnému financování a druhý přispěl ke změně vnímání fiskální politiky v Evropě. V nedávné době evropské země vyjádřily záměr zvýšit investice do obrany, infrastruktury a odvětví založených na inovacích, což by mělo podpořit hospodářský růst, zvýšit investiční přitažlivost firem z EU a hájit národní zájmy v klíčových oblastech.

Například dohoda o čistém průmyslu zahrnuje opatření na reindustrializaci Evropy prostřednictvím podpory výroby s použitím čistých technologií a snížení vstupních nákladů pro průmysl. V rámci toho Evropská komise představila Akční plán pro cenově dostupnou energii, který zahrnuje konkrétní opatření ke snížení cen energie. Existují i další iniciativy, jako je akt o kritických surovinách a akt o čipech, jejichž cílem je zajistit kritické dodávky pro evropské hospodářství. Kroky přijaté v poslední době jsou zásadní a řeší hlavní nedostatky, s nimiž se Evropa dlouhodobě potýká. Do roku 2026 by tyto snahy mohly začít přinášet ovoce, což by zvýšilo finanční přitažlivost kontinentu pro investory.

2 Likvidní bezpečné aktivum

Dluhopisy by se mohly stát novým globálním aktivem, které lze považovat za bezpečné útočiště

Německé státní dluhopisy se staly skutečnější a atraktivnější alternativou k americkým státním dluhopisům (UST), než tomu bylo v minulosti, a předpokládáme, že tento trend bude pokračovat i v příštím roce. **1.** S nástupem druhé Trumpovy administrativy se investoři stali opatrnějšími, pokud jde o stabilitu a politizaci amerických institucí, zejména Fedu. Naproti tomu struktura řízení ECB ji činí méně náchylnou k politickým zásahům. **2.** Spuštění fiskální bazuky by mělo strukturálně zvýšit nabídku Bundů a přispět tak k rozvoji trhu s německými státními dluhopisy. **3.** Eurozóna již nevykazuje tvrdošíjně slabou inflaci, což omezuje prostor pro to, aby ECB znovu zavedla kvantitativní uvolňování nebo jiná mimořádná opatření, kvůli nimž byly Bundy v minulosti vzácné. Rychlý růst trhu s dluhopisy EU nepředstavuje pro Bundy skutečnou hrozbu, alespoň v nejbližším období, protože dluhopisy EU budou pravděpodobně i nadále méně likvidní. Naopak posílení společného financování a posílení evropských institucí představuje další pobídku pro investory k nákupu aktiv eurozóny. Z dlouhodobějšího hlediska, pokud by se země eurozóny začaly víc spoléhat na společné financování než na národní finance, mohly by dluhopisy EU nahradit Bundy jako bezpečná aktiva pro eurozónu.

3 Jednotný trh Dokončený jednotný trh by mohl uvolnit potenciál Evropy

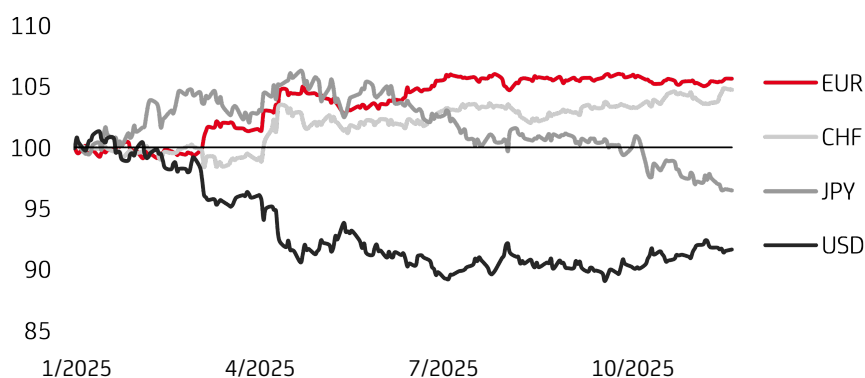
Další důležitou politickou iniciativou je možné dokončení jednotného trhu EU do roku 2028, protože zjednodušuje pravidla a snižuje roztříštěnost. V praxi tato opatření zahrnují odstranění překážek pro vytvoření jednotného trhu služeb, společného trhu s energií a harmonizovaných telekomunikačních/digitálních sítí, které umožní působení operátorů v celé EU. Evropská komise hodlá již počátkem roku 2026 předložit legislativní návrhy na tzv. „režim 2028“, tedy harmonizovaný soubor pravidel EU, který by podnikům usnadnil působení napříč členskými státy. Společnosti by pak již mohly dobrovolně působit v režimu 2028 nebo pokračovat podle svých vnitrostátních právních předpisů až do roku 2028.

Dokončení (nebo alespoň odstranění hlavních nedostatků) **jednotného trhu do roku 2028** by významně zlepšilo využívání kapitálu na kontinentu, posílilo návratnost investic a zvýšilo ekonomické příležitosti pro firmy. Kromě toho by podpořilo šíření myšlenek a technologií napříč kontinentem. Evropské podniky jsou v průměru menší než jejich američtí konkurenti, což je důsledkem opatrných úvěrových postupů a neefektivního rozdělování zdrojů. Menší rozsah odrazuje od investic a výdajů na výzkum a vývoj a negativně ovlivňuje růstový potenciál, takže evropské podniky s malou a střední kapitalizací jsou výrazně levnější než podniky s vysokou kapitalizací i než jejich historické průměry. Evropská komise odhaduje, že jednotný trh již zvýšil HDP EU o 3 až 4 %. Úplné dokončení by mohlo v průběhu času zhruba zdvojnásobit zisky.

4 Digitální euro Euro bude pravděpodobně těžit z další dedolarizace

Vzhledem k nespokojenosti investorů s americkým dolarem se euro stalo jasným vítězem a překonalo ostatní měny, které mohou sloužit jako bezpečné přístaviště. Další **dedolarizace** by mohla pomoci společné měně snížit současný rozdíl oproti USD. Fakturace a platební systémy jsou dvě oblasti, kde by euro mělo v nadcházejících letech nabýt na významu. Eurozóna je v **zavádění digitální měny** stále pozadu za ostatními jurisdikcemi, zejména kvůli složitosti související legislativy, přičemž transakce s digitálním eurem se neočekávají dříve než v roce 2029. Pomalé zavádění digitálního eura tak omezuje krátkodobý pokrok, ale zdůrazňuje potřebu doplňkových opatření, jako jsou obchodní dohody a hlubší integrace kapitálových trhů. Urychlení postupného zavádění digitálního eura by zvýšilo šance na získání většího vlivu na úkor amerického dolaru.

GRAF 4.4: EURO SI VEDLO LÉPE NEŽ OSTATNÍ BEZPEČNÉ MĚNY
OBCHODNĚ VÁŽENÉ INDEXY (1. LEDNA 2025 = 100)



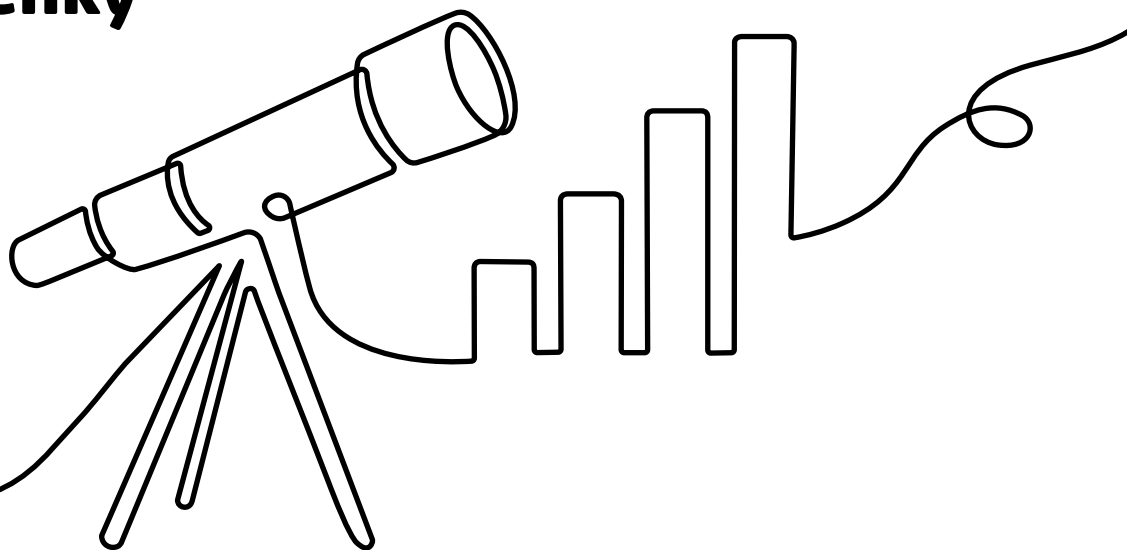
Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

5 Pokročilé technologie Překlenutí technologické propasti

Závod o umělou inteligenci se zdá být výhradně závodem mezi Čínou a USA. Dobře známé strukturální nedostatky negativně ovlivňují schopnost Evropy dohnat Čínu a USA a získat vlastní giganty v oblasti umělé inteligence. Evropa sice nemusí být v blízké budoucnosti průkopníkem v oblasti inovací, ale v dlouhodobém horizontu může stále vítězit tím, že bude podporovat široké **rozšíření technologií umělé inteligence** ve své ekonomice. Podpora širokého zavádění digitálních technologií vyžaduje uskutečňování politik, které se podstatně liší od zavádění nové generace modelů umělé inteligence. Evropské vlády by měly namísto do průkopnických výzkumných a vývojových aktivit směřovat finanční podporu do elitních laboratoří nebo na univerzity a rozšířit kvalifikační základnu v oblasti umělé inteligence se zaměřením na specifické průmyslové dovednosti namísto obecných dovedností a zároveň rozvíjet vhodnou digitální infrastrukturu, přizpůsobit právní a etické rámce pro potřeby řízení a podporu pokroku v oblasti umělé inteligence a budovat profesní mosty mezi inženýry a vědci zabývajícími se umělou inteligencí. Z pěti analyzovaných oblastí se překonání technologické mezery jeví jako nejnáročnější.

Rostoucí role Evropy v alokaci aktiv

Evropa může usilovat o to nahradit USA jako referenční trh. To vyžaduje politické úsilí, které přesáhne soupeřící národní zájmy a povede k přijetí skutečně evropského přístupu. Koneckonců, významný pokrok v klíčových oblastech je na dosah. Je třeba pokrýt poslední míli a přijmout komplexní pohled, který se bude zabývat jak průmyslovým, tak finančním rozměrem problému. Pokud jde o investory investující do akcií, pak by hlubší integrace a výdaje na infrastrukturu mohly podpořit sektory, jako jsou průmyslové podniky, čisté technologie a obrana, a posílit tak roli Evropy jako **strategické kotvy v globální alokaci aktiv**. Nespokojenost investorů s americkými státními dluhopisy by mohla mimo eurozónu zvýšit zájem o německé státní dluhopisy a dluhopisy EU. Selektivní expozice vůči euru je v oblasti měnových kurzů podporována rostoucí atraktivitou aktiv denominovaných v eurech, trendem dedolarizace a přílivem kapitálu, což činí strategie zajištěné v eurech atraktivními pro globální portfolia.



AUTOŘI

Alessandro Caviglia
(CIO, Itálie)

Philip Gisdakis
(CIO, Německo)

Fabio Petti
(spoluvedoucí
Investičního institutu)

Oliver Prinz
(CIO, Rakousko)

Využití příležitostí při zachování rovnováhy

Vzhledem k tomu, že makroekonomické podmínky signalizují stabilizaci, alokace aktiv by měla zohledňovat jak odolnost, tak selektivitu. Tam, kde se fundamentální ukazatele a ocenění shodují, vidíme prostor pro úpravy.

Nejvýznamnější změna se týká **akcií rozvíjejících se trhů (EM)**: Náš postoj jsme změnil z neutrálního na zvýšení podílu v portfoliu (nadvážení), protože se snažíme zvýšit diverzifikaci v technologickém sektoru a přidat expozici vůči asijským měnám při zachování neutrálního pohledu na globální akcie. Jako výhodný vstupní bod by mohlo investorům sloužit atraktivní ocenění, relativně silné výhledy na růst a zisky, jakož i příznivý vývoj likvidity. Pozitivní strukturální vývoj v Asii a vybraných regionech rozvíjejících se trhů tento názor posilují.

V oblasti **aktiv s pevným výnosem** zachováváme neutrální pozici u globálních dluhopisů, ale ponecháváme doporučení zvýšit podíl dluhových nástrojů rozvíjejících se zemí. Navzdory přetrvávající volatilitě nabízejí dluhopisy rozvíjejících se zemí i nadále atraktivní výhody v oblasti carry a diverzifikace, které jsou podpořeny relativně zdravými fundamenty a snižující se inflací v několika ekonomikách. Potvrzujeme náš obezřetný postoj k americkým státním dluhopisům (UST) a státním dluhopisům eurozóny (EGB), protože rozvinuté trhy aktiv s pevným výnosem vykazují na dlouhém konci křivek nepříznivý poměr rizika a výnosu v důsledku fiskální expanze.

Celkově se nezasazujeme o plošné změny portfolia. Místo toho se přikláníme k oblastem, které kombinují krátkodobý potenciál oživení s dlouhodobými faktory růstu (akcie rozvíjejících se trhů a dluhové nástroje rozvíjejících se trhů), a zároveň zachováváme diverzifikaci u ostatních tříd aktiv. Důležité je, že naše pozice i nadále klade **důraz na kvalitu**: upřednostňujeme podniky a emitenty se stabilní rozvahou, odolnými peněžními toky a silnými standardy řízení. Tento přístup zajišťuje obezřetné řízení rizik v době, kdy by politická překvapení nebo geoekonomické napětí mohly trhy stále zneklidňovat. Na základě výše uvedených skutečností zachováváme ve srovnání s eurem opatrný postoj k americkému dolaru.

Alokace aktiv

NÁŠ INVESTIČNÍ POHLED NA TŘÍDY AKTIV

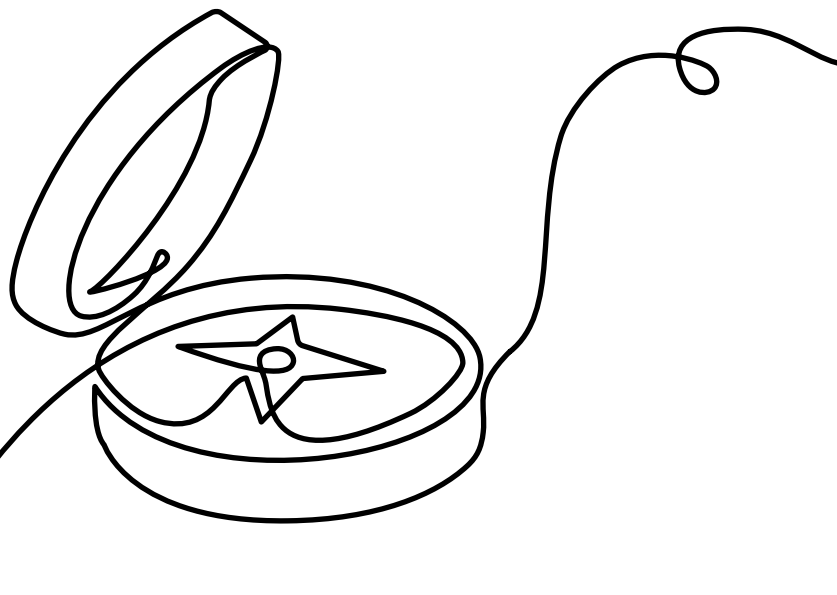
	PODVÁŽENÍ	NEUTRÁLNÍ	NADVÁŽENÍ
GLOBÁLNÍ AKCIE		●	
AKCIE USA		●	
EVROPSKÉ AKCIE		●	
ASIJSKO-TICHOMOŘSKÉ AKCIE (ROZVINUTÉ TRHY ¹⁾)		●	
AKCIE ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ			●
GLOBÁLNÍ DLUHOPISY		●	
STÁTNÍ DLUHOPISY (EMU)	●		
STÁTNÍ DLUHOPISY (ZEMĚ MIMO EMU)	●		
PODNIKOVÉ DLUHOPISY (INVESTIČNÍHO STUPNĚ V EUR)		●	
PODNIKOVÉ DLUHOPISY (S VYSOKÝM VÝNOSEM)	●		
DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (TVRdá MĚNA)			●
DLUHOPISY ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ (MÍSTNÍ MĚNA)			●
PENĚŽNÍ TRHY		●	
ALTERNATIVY		●	
BITCOIN		●	
KOMODITY		●	
ROPA		●	
ZLATO		●	

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





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	1,9	2,1	2,0	2,7	2,9	2,6	–7,4	–7,9	–8,0
Eurozóna:	1,4	1,0	1,4	2,1	1,8	1,9	–3,4	–3,7	–3,6
Německo	0,2*	1,2*	1,9*	2,2	1,9	2,0	–3,0	–4,3	–4,3
Francie	0,8	0,9	1,1	1,0	1,3	1,4	–5,4	–5,0	–4,6
Itálie	0,5	0,6	0,8	1,5	1,4	1,6	–3,1	–2,9	–2,7
Španělsko	2,9	2,1	1,8	2,7	2,1	2,0	–2,5	–2,1	–2,2
Spojené království	1,4	1,0	1,2	3,4	2,4	2,0	–4,5	–3,8	–3,5
Čína	5,0	4,1	3,8	–0,3	0,5	1,0	–8,5	–8,0	–8,0
Japonsko	1,0	0,8	0,8	3,0	2,1	2,0	–3,1	–4,0	–3,8
Indie	6,6	6,2	6,4	2,8	4,0	4,0	–7,1	–7,2	–7,1

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

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

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Aktuální	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Fed	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
ECB	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
UK	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Japonsko	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
Švédsko	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00
Norsko	4,00	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75

Zdroj: Investiční institut společnosti UniCredit

Poznámka: Údaje jsou ke konci období



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB A VÝNOSŮ

	25. 11. 25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Eurozóna:					
Depozitní sazba	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,07	2,00	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,02	2,10	2,10	2,10	2,10
10Y Bund	2,67	2,75	2,80	2,85	2,90
2Y EUR swap	2,16	2,25	2,25	2,25	2,25
10Y EUR swap	2,73	2,80	2,85	2,90	2,95
Spread mezi 10Y úr. swapem a Bundem	5	5	5	5	5
2Y BTP	2,19	2,30	2,30	2,30	2,30
10Y BTP	3,40	3,45	3,50	3,55	3,60
10Y BTP-Bund spread	73	70	70	70	70
USA					
Mezibankovní Fed fundsrate	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
3M OIS SOFR	3,80	3,68	3,60	3,42	3,35
2Y UST	3,46	3,70	3,70	3,65	3,65
10Y UST	4,00	4,25	4,25	4,25	4,30
10Y UST-Bund spread	132	150	145	140	140

PROGNÓZY SMĚNNÝCH KURZŮ

	25. 11. 25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
EUR–USD	1,16	1,14	1,16	1,17	1,18
USD–JPY	157	154	150	148	145
EUR–JPY	181	176	174	173	171
GBP–USD	1,32	1,29	1,29	1,28	1,27
EUR–GBP	0,88	0,88	0,90	0,91	0,93
USD–CNY	7,08	7,10	7,09	7,08	7,07
EUR–CNY	8,18	8,09	8,22	8,28	8,34

Zdroj: Bloomberg, Investiční institut společnosti UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTIV

	25. listopadu 2025	Polovina r. 2026	Konec r. 2026
Ropa			
Brent USD/barel	62,5	62,5	62,5
Akcie			
Euro STOXX 50	5 574	5 900	6 200
STOXX Europe 600	568	600	630
DAX	23 465	25 500	27 000
MSCI Italy	112	118	123
S&P 500	6 766	7 200	7 600
Nasdaq 100	25 018	27 000	28 000
Úvěr			
iBoxx Non-Financials Senior	77	95	90
iBoxx Banks Senior	75	95	87
iBoxx High Yield NFI	281	325	300

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

Podrobné tabulky prognóz naleznete na následujících odkazech:

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



Vývoj vybraných indexů finančních trhů

Od	25. 11. 20	25. 11. 21	25. 11. 22	25. 11. 23	25. 11. 24	25. 11. 20	1. 1. 25
Do	25. 11. 21	25. 11. 22	25. 11. 23	25. 11. 24	25. 11. 25	25. 11. 25	25. 11. 25

AKCIOVÉ INDEXY (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI World (v USD)	26,0	-13,8	13,9	27,8	16,7	84,7	18,8
MSCI Emerging Markets (v USD)	5,5	-22,4	6,9	14,6	27,4	27,5	29,1
MSCI US (v USD)	30,8	-14,8	15,4	33,9	14,1	96,7	16,3
MSCI Europe (v EUR)	26,1	-4,4	8,1	14,0	15,1	70,9	15,3
MSCI AC Asia Pacific (v USD)	5,3	-19,3	7,3	16,7	22,8	31,0	24,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	26,2	-5,6	7,8	14,3	15,4	69,3	15,5
DAX 40 (Německo, v EUR)	19,8	-8,7	10,3	21,1	20,9	76,5	17,9
MSCI Italy (v EUR)	24,0	-3,4	25,4	21,1	35,1	147,5	32,2
ATX (Rakousko, v EUR)	50,8	-10,0	5,0	14,5	46,2	138,8	41,4
SMI (Švýcarsko, v CHF)	22,1	-7,7	0,6	10,8	12,9	41,6	13,6
S&P 500 (USA, v USD)	31,4	-13,0	15,1	33,2	14,5	100,4	16,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	14,0	-2,0	21,0	17,4	27,9	104,9	24,2
CSI 300 (Čína, v jüanech)	1,5	-21,2	-3,4	12,1	19,9	2,0	17,1

INDEXY DLUHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

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

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

Státní dluhopisy USA 10Y (v USD)	75	208	79	-23	-28	311	-58
Německé státní dluhopisy 10Y (v EUR)	33	222	77	-41	43	320	27
Státní dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	35	227	88	-54	33	316	22
Podnikové dluhopisy EUR 1Y-10Y (iBOXX, v EUR)	33	321	47	-102	10	298	3

SMĚNNÉ KURZY EURA (ZMĚNA V %)

Americký dolar (EUR-USD)	-5,6	-7,6	4,8	-3,9	10,1	-2,6	11,2
Britská libra (EUR-GBP)	-5,4	1,9	1,0	-3,9	5,3	-1,3	6,0
Švýcarský frank (EUR-SFR)	-3,3	-6,1	-1,8	-3,3	0,2	-13,7	-0,7
Japonský jen (EUR-JPY)	4,2	11,8	13,5	-1,0	11,6	45,4	10,7

KOMODITY (ZMĚNA V %)

Komoditní index (GSCI, v USD)	-2,1	-2,0	14,2	29,8	56,4	121,3	55,8
Průmyslové kovy (GSCI, v USD)	32,8	-12,5	-5,9	11,0	10,1	34,3	14,0
Zlato (v USD za ryzí unci)	-1,3	-2,2	13,8	31,7	57,0	128,8	57,4
Ropa (Brent, v USD za barel)	69,1	2,1	-5,8	-8,9	-14,4	30,6	-16,3

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investiční institut společnosti UniCredit (k 25. listopadu 2025)

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



**UniCredit S.p.A.**

Investiční institut společnosti
UniCredit

**Adresa**

Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Milano

**E-mail**

the-investment-institute@unicredit.eu

On-line

www.the-investment-institute.unicredit.eu

VEDENÍ INSTITUTU

Manuela D'Onofrio, předsedkyně

Fabio Petti, spolupředseda

Edoardo Campanella,
ředitel a šéfredaktor

AUTOŘI NÁPADŮ

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia
CIO, Itálie

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis
CIO, Německo

Tobias Keller

Stefan Kolek

Giovanni Mazzariello

Roberto Mialich

Oliver Prinz
CIO, Rakousko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli
vedoucí oddělení
makroekonomických analýz

Daniel Richard Vernazza

**VEDOUcí REDAKTOŘI
KOMPASU 2026**

Tullia Bucco

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

Andreas Rees

Chiara Silvestre

VÝROBA

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

Právní upozornění

Slovník pojmů

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

Marketingové sdělení

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

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

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

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

E 25/1

Informace a údaje uvedené v tomto dokumentu jsou aktualizovány k 25. listopadu 2025.