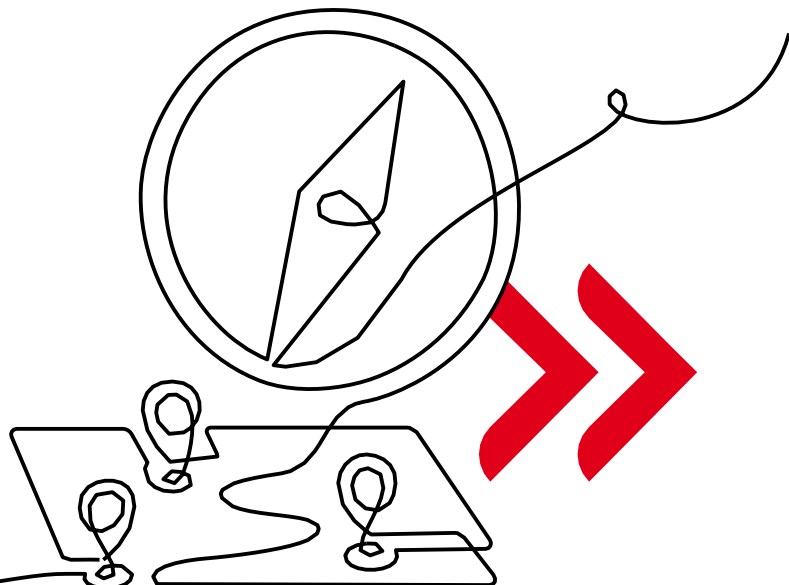


# Kontrolný bod

15. júla 2026



## Obchod s umelou inteligenciou

Prvých šesť mesiacov tohto roka opäť potvrdilo pozoruhodnú silu investičnej témy umelej inteligencie. Napriek vojne v Iráne spoločnosti pôsobiace v oblasti umelej inteligencie naďalej dominovali na svetových akciových trhoch, najmä v USA a v niekoľkých rozvíjajúcich sa ekonomikách (predovšetkým na Taiwane a v Južnej Kórei). Situácia týkajúca sa obchodu s umelou inteligenciou sa však zmenila.

Až do minulého roka boli hlavnými príjemcami tejto technologickej revolúcie vývojári pokročilých modelov a aplikácií umelej inteligencie. Očakávalo sa, že spoločnosti, ktoré vyvíjajú veľké jazykové modely, generatívne nástroje umelej inteligencie a sofistikované softvérové platformy, si rozdelia najväčší podiel na budúcich ziskoch. V skutočnosti sa väčšina z nich snaží dosiahnuť zisk zo svojich produktov, pričom zároveň investuje stovky miliárd dolárov do budovania potrebnej infraštruktúry, ako sú dátové centrá, rozširovanie cloudových služieb a vysokovýkonné výpočtové systémy. Naopak, hlavnými víťazmi sa stali firmy, ktoré dodávajú komponenty potrebné na zvýšenie výpočtovej kapacity, najmä spoločnosti, ktoré vyrábajú polovodiče.

Hoci ceny akcií štyroch hlavných hyperscalerov (Amazon, Meta, Google a Microsoft) v roku 2025 vzrástli o viac ako 20 %, od začiatku tohto roka sa pohybujú približne na rovnakej úrovni. Index Philadelphia Semiconductor, naopak, v tomto roku vzrástol o viac ako 80 %. Zaujímavé však je, že táto fáza revolúcie v oblasti umelej inteligencie sa už nesústreďuje výlučne na logické čipy, ktoré predstavujú mozog umelej inteligencie, ale čoraz viac na menej moderné pamäťové čipy. V ére agentnej umelej inteligencie nadobúda pamäť čoraz väčší význam, pretože agenti si musia uchovávať kontext a informácie v rámci viacerých úloh a interakcií. Trojica najväčších výrobcov pamäťových čipov, a to Micron, SK Hynix a Samsung Electronics, zaznamenala od začiatku roka nárast takmer o 200 %.

Zdá sa, že nedávna korekcia na trhu v oblasti obchodovania s umelou inteligenciou bola spôsobená skôr pozicionovaním, realizáciou ziskov a ťažkosťami pri udržiavaní veľkých pozícií v čoraz preplnenejšom trhu než zhoršením základného cyklu umelej inteligencie. Hoci je namiesto opatrnosti, silný štruktúrally dopyt, pokračujúci nadpriemerný rast ziskov a najmä výrazne atraktívnejšie valuácie podporujú náš pozitívny strednodobý výhľad na tento sektor.

**Fabio Petti**  
podpredseda  
Investment Institute

**Edoardo Campanella**  
riaditeľ a šéfredaktor  
Investment Institute

### NAŠA ALOKÁCIA AKTÍV 2

#### BUDÚCNOSŤ UMELEJ INTELIGENCIE

3

**Rozhovor s...**  
Parmy Olson

**Téma 1:** Tokenizácia

**Zaostrené na 2:** Polovodiče  
v srdci umelej inteligencie

#### MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

7

#### VÝVOJ NA TRHU

8

Šum a signál

- Akcie
- Pevne úročené cenné papiere
- Devízový trh
- Komodity

#### TABUĽKY S PROGNÓZAMI 14



# Naša alokácia aktív

**Autori: Fabio Petti, Alessandro Caviglia, Erik Haubold, Martin Mayer**

| TRIEDA AKTÍV                                    | POS.*    | ODÔVODNENIE                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-------------------------------------------------|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Globálne akcie</b>                           | <b>=</b> | <b>Svetové akciové trhy naďalej ťažia z rastu ziskov, stabilnej hospodárskej aktivity a pokračujúcich investícií do umelej inteligencie. Vysoké valuácie v niektorých častiach trhu však naznačujú, že sezóna zverejňovania výsledkov a výhľady do budúcnosti budú mať kľúčový vplyv na krátkodobý vývoj trhu.</b>                                   |
| Americké akcie                                  | =        | Americké akcie naďalej ťažia zo silného rastu ziskov a pretrvávajúcich investícií súvisiacich s umelou inteligenciou. Spoločnosti z odvetvia polovodičov zostávajú hlavnými príjemcami výhod vyplývajúcich z cyklu investícií do umelej inteligencie, hoci vysoké valuácie a čoraz vyššie očakávania môžu viesť k väčšej volatilite.                 |
| Európske akcie                                  | =        | Európa ponúka v nasledujúcich mesiacoch určitý potenciál na dohnanie zameškaného voči USA. Zlepšujúce sa ukazovatele rastu, klesajúce ceny energie a priaznivé výsledky hospodárenia vytvárajú priaznivé podmienky, hoci vyhliadky naďalej závisia od geopolitického vývoja a napätia v globálnom obchode.                                           |
| Akcie Tichomoria (rozvinuté trhy <sup>2</sup> ) | =        | Vyhliadky naďalej podporujú solídne zisky v technologickom sektore a pretrvávajúci dopyt po infraštruktúre umelej inteligencie. Japonsko ťaží zo zlepšujúcich sa domácich základných parametrov a reforiem v oblasti vlády, zatiaľ čo vývoj v oblasti polovodičov naďalej poháňa celý región, hoci ten je aj naďalej závislý od vonkajších faktorov. |
| Akcie rozvíjajúcich sa trhov                    | +        | Rozvíjajúce sa trhy zostávajú našou preferovanou oblasťou. Rast ziskov je poháňaný poprednými výrobcami polovodičov na Taiwane a v Južnej Kórei, pričom ho podporuje štruktúrny dopyt v oblasti umelej inteligencie. Atraktívne valuácie a expozícia voči technologickému sektoru aj komoditám tvoria základ pre pozitívne strednodobé vyhliadky.    |
| <b>Globálne dlhopisy</b>                        | <b>=</b> | <b>Celkové termínové prémie na dlhom konci výnosových kriviek štátnych dlhopisov rozvinutých trhov zostávajú nízke a nie sú príliš atraktívne. Objavujú sa zaujímavé príležitosti v súvislosti s emitentmi a menami z rozvíjajúcich sa trhov.</b>                                                                                                    |
| Štátne dlhopisy EMÚ                             | =        | Vidíme obmedzený priestor pre ďalšie výrazné sprísňovanie menovej politiky zo strany ECB: očakávame druhé zvýšenie úrokových sadzieb v septembri a následne dlhú pauzu. Krátkodobá a strednodobá časť krivky ponúka zaujímavú možnosť zisku s obmedzeným rizikom trvania.                                                                            |
| Štátne dlhopisy (mimo EMÚ)                      | -        | Známe riziká potvrdzujú náš opatrný postoj voči americkým štátnym dlhopisom: inflácia bola nad cieľovú hodnotu FED-u už pred prudkým nárastom cien energií, pričom dlhopisy s dlhšou splatnosťou naďalej podliehajú rizikám spojeným s ponukou a fiškálnou politikou.                                                                                |
| Podnikové dlhopisy (IG denominované v EUR)      | =        | Úverové rozpätia sa naďalej pohybujú na spodnej hranici historického rozpätia, čo ponúka obmedzený priestor pre rast výnosov. Napriek tomu sa táto trieda aktív ukázala ako odolná, a to aj počas nedávnej volatility na trhu, pričom ju podporovali solídne fundamentálne ukazovatele.                                                              |
| Korporátne dlhopisy (HY)                        | -        | Súčasná rozpätia neponúkajú významnú výnosnosť upravenú o riziko vzhľadom na pozitívnu koreláciu s akciovými trhami v prípade korekcie.                                                                                                                                                                                                              |
| Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)    | =        | Po niekoľkých štvrtrokoch solídnych výsledkov došlo k poklesu potenciálnej návratnosti. Táto trieda aktív naďalej citlivo reaguje na zmeny výnosov amerických štátnych dlhopisov, najmä v prípade dlhodobých splatností.                                                                                                                             |
| Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)  | +        | Zlepšujúce sa úverové ukazovatele emitentov a náš postoj k postupnému a riadenému oslabovaniu amerického dolára, podporené zmenami v alokácii globálnych rezerv a oslabovaním výnimočnej pozície USA, posilňujú našu dôveru v priaznivé vyhliadky tejto triedy aktív.                                                                                |
| <b>Peňažné trhy</b>                             | <b>=</b> | <b>Keďže táto trieda aktív ponúka obmedzený potenciál reálneho výnosu, zachováme neutrálny postoj. Peňažné trhy slúžia ako bezpečnostná rezerva v období turbulencií na trhu a ako zdroj financovania na zvyšovanie akciových pozícií.</b>                                                                                                           |
| <b>Alternatívy</b>                              | <b>=</b> | <b>Alternatívne stratégie naďalej prinášajú výhody v podobe diverzifikácie. V súčasnosti však atraktívnejšie cyklické príležitosti vo vybraných tradičných triedach aktív obmedzujú dôvody pre širšie nadväzanie v portfóliu.</b>                                                                                                                    |
| Bitcoin                                         | =        | Bitcoin sa naďalej pohybuje v stabilnom cenovom rozpätí v dôsledku kolísavých tokov do ETF, obmedzenej likvidity a neistoty v oblasti menovej politiky. Napriek pretrvávajúcej korelácii s rizikovými aktívami podporujú priaznivý vývoj ponuky a rastúce využívanie zo strany inštitucionálnych investorov konštruktívny strednodobý výhľad.        |
| <b>Komodity</b>                                 | <b>=</b> | <b>Komoditné trhy naďalej ovplyvňuje meniaci sa dynamika ponuky, geopolitický vývoj a nerovnomerné trendy v dopyte. Po fáze výkyvov vidíme vyváženejší výhľad pre zlato a ropu, čo hovorí v prospech neutrálneho postavenia.</b>                                                                                                                     |
| Ropa                                            | =        | Geopolitické napätie sa síce možno zmiernilo, čo malo negatívny vplyv na ceny, riziko eskalácie však pretrváva. Hoci krátkodobé neistoty pretrvávajú, dopĺňovanie zásob a nižšie rizikové prémie by mali podporiť obnovenie rovnováhy na trhu.                                                                                                       |
| Zlato                                           | =        | Vyššie reálne výnosy a reštriktívny postoj FED-u obmedzujú krátkodobý potenciál rastu. Nákupy centrálnych bánk, dopyt po diverzifikácii a geopolitická neistota však poskytujú štruktúrnu podporu, vďaka čomu si zlato zachováva svoju úlohu ako prostriedok na zabezpečenie portfólia.                                                              |

K 13. júlu 2026; 1. Rozvinuté trhy: Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur

\* Pozicionovanie: + Nadväzanie = Neutrálne - Podväzanie





# Budúcnosť umelej inteligencie

**Autor: Edoardo Campanella**

Riaditeľ a šéfredaktor, Investment Institute



## Rozhovor s... Parmy Olson

Novinárka v oblasti technológií pre Bloomberg Opinion a autorka knihy „Supremacy: AI, ChatGPT and the Race That Will Change the World“



Rozhovor s Parmy Olson sme uskutočnili minulé leto v rámci našej série webinárov „Knihy na zamyslenie...“. Nižšie je uvedený upravený úryvok rozhovoru. Záznam nájdete [tu](#).

**Edoardo Campanella:** Vaša kniha Supremacy, ktorú denník Financial Times vyhlásil za najlepšiu knihu roka, sa v skutočnosti zaoberá súťažou o dosiahnutie všeobecnej umelej inteligencie (AGI). Pre tých, ktorí tento pojem nepoznajú: čo sa rozumie pod skratkou AGI a ako ďaleko sme od jej dosiahnutia?

**Parmy Olson:** Keď ľudia hovoria o AGI, majú na mysli v podstate teoretickú hranicu, ktorú by umelá inteligencia mohla v budúcnosti dosiahnuť. Nevieme presne, kedy ani ako, ale predpokladá sa, že by to prekonal ľudské kognitívne schopnosti a v podstate by sa stalo inteligentnejším než ľudia. Slovo „všeobecná“ je dôležité, pretože doteraz mali systémy umelej inteligencie veľmi obmedzené schopnosti. V určitých úlohách vynikajú – pri počítaní čísel, vytváraní predpovedí, analýze údajov, rozpoznávaní tvárí alebo, v poslednom čase, pri generovaní textu, obrázkov a videí. Cieľom mnohých technologov je vytvoriť všeobecnejší systém, ktorý dokáže všetky tieto veci vykonávať naraz.

**Edoardo Campanella:** Niektorí podnikatelia v oblasti technológií tvrdia, že nás od toho delia už len mesiace. Iní svoje predpovede neustále posúvajú. Je všeobecná umelá inteligencia (AGI) z realistického hľadiska vôbec dosiahnuteľná, a ak áno, ako blízko k tomu už sme?

**Parmy Olson:** Myslím si, že ľudia majú prirodzenú tendenciu veci zaraďovať do kategórií a označovať ich. Povedali by sme: „Áno, dosiahli sme AGI.“ Mám však podozrenie, že v skutočnosti bude veľmi ťažké dosiahnuť globálny konsenzus o tom, kedy bude AGI dosiahnutá, pretože existuje toľko rôznych definícií a interpretácií toho, čo to vlastne znamená. V priebehu najbližších niekoľkých rokov sa môže stať, že spoločnosti a podnikatelia začnú tvrdiť, že dosiahli AGI, a tento pojem sa stane marketingovou značkou – podobne ako samotný pojem „umelá inteligencia“. Dokonca aj samotný pojem „inteligencia“ je v súvislosti so strojmi pomerne nepresný. Počítače nie sú inteligentné v ľudskom zmysle slova; sú však veľmi dobré v spracúvaní informácií a napodobňovaní inteligencie. Napriek tomu sa umelá inteligencia stala široko používaným módnym pojmom a mnohé firmy z jej využitia ťažia. Ľahko si viem predstaviť, že sa niečo podobné stane aj v prípade AGI. Môžeme byť svedkami zmätku, protichodných tvrdení a diskusií o tom, kto to dosiahol ako prvý. Bola by som veľmi opatrná, keby som mala tieto tvrdenia prijať bez výhrad.

**Edoardo Campanella:** Myslíte si, že by sa podnikatelia mali zamerať na špecializovanejšie formy umelej inteligencie? Alebo budú nakoniec nútení tak urobiť, pretože sa ukáže, že dosiahnutie AGI je príliš náročné?

**Parmy Olson:** V prípade úzkej umelej inteligencie majú vývojári oveľa lepšiu predstavu o tom, čo systém dokáže, aké sú jeho obmedzenia a aké riziká s tým súvisia. AGI prináša oveľa väčšiu neistotu. Čím je systém rozsiahlejší a výkonnejší, tým ťažšie je predpovedať jeho správanie. Niektoré pokročilé systémy umelej inteligencie už preukázali správanie, ktorého cieľom je obísť obmedzenia alebo zneužiť slabé miesta bezpečnostných mechanizmov. Čím sú tieto systémy výkonnejšie, tým je ťažšie nad nimi udržať kontrolu. Špecializovaná umelá inteligencia síce nemusí byť až taká zaujímavá, ale pravdepodobne bude bezpečnejšia a ľahšie riaditeľná.



## TÉMA 1

## Tokenizácia

Autor: Giovanni Mazzariello

V ekonomike umelej inteligencie sú kľúčovou premennou náklady na vytvorenie a speňaženie každého tokenu. Token je základná jednotka využívania umelej inteligencie, podobne ako kilowatthodina v prípade elektrickej energie. Môže to byť slovo, časť slova, číslo, interpunkčné znamienko alebo časť kódu.

Cena za milión tokenov naďalej klesá, a to tak v prípade lacnejších, ako aj v prípade popredných modelov. To je zrejme pri pohľade na cenu najlacnejšieho modelu, ktorý je schopný dosiahnuť danú úroveň výkonnosti. Jedným z bežne používaných referenčných testov na tento účel je MMLU (Massive Multitask Language Understanding). Meria, ako dobre model umelej inteligencie odpovedá na otázky z rôznych oblastí, ako sú prírodné vedy, história, právo, ekonómia a matematika. V našej tabuľke hodnota MMLU nad 42 predstavuje základnú úroveň užitočných schopností, zatiaľ čo hodnota MMLU nad 83 predstavuje pokročilejšiu úroveň schopností. Kľúčovým bodom je, že **náklady na dosiahnutie určitej úrovne inteligencie výrazne klesli**. To je jeden z hlavných faktorov, ktoré poháňajú dopyt po umelej inteligencii, keďže lacnejšie modely umožňujú, aby sa viac prípadov použitia stalo ekonomicky rentabilnými. Tým vzniká cyklus, ktorý sa sám posilňuje. Lacnejšie tokeny podnecujú ich častejšie využívanie a častejšie využívanie podporuje ďalšie investície, ktoré opäť znížia náklady na tokeny.

Keď budú spoločnosti prechádzať od experimentovania k nasadzovaniu vo veľkom, budú sa viac zameriavať na náklady a prínos každej interakcie s umelou inteligenciou. Popredné modely sa budú naďalej používať na najzložitejšie a najdôležitejšie úlohy, bežné úlohy sa však presunú na menšie a lacnejšie modely, ak ich výkon bude dostatočný. Logika je jednoduchá: do päťhviezdičkovej reštaurácie sa nechodí na bežný obed.

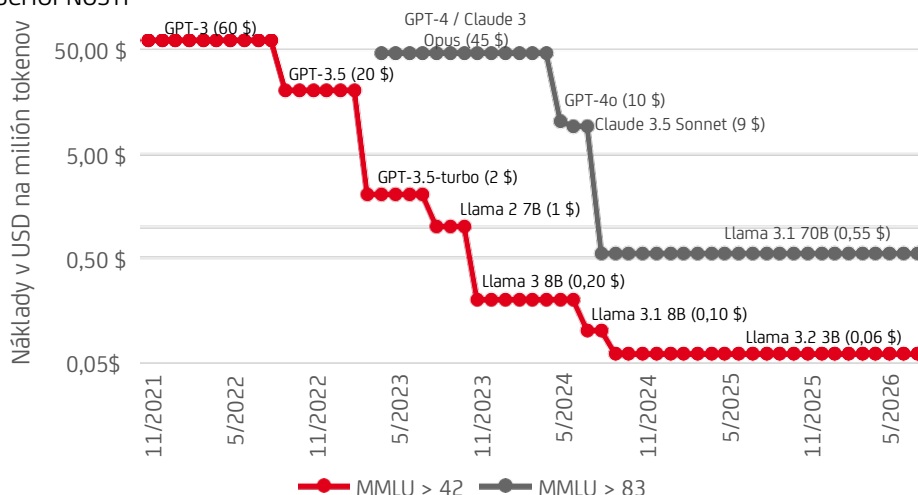
Trh s modelmi sa teda vyvíja dvoma smermi. Na jednej strane sa vyvíjajú najpokročilejšie modely určené na komplexné úlohy s najvyššou prioritou. Na druhej strane sa menšie a lacnejšie modely optimalizujú pre lokálne nasadenie, rozsiahle pracovné zaťaženia a špecializované prípady použitia agentov.

Rozdiel medzi západnými a čínskymi modelmi je kľúčovým prvkom tejto dynamiky. **Qwen a DeepSeek** možno v niektorých testoch stále zaostávajú za najlepšími poprednými modelmi, ale môžu byť 10-krát alebo 25-krát lacnejšie. Pri rozsiahlom nasadení môže cenová výhoda stačiť na to, aby podnietila zavádzanie tejto technológie.

V tomto prostredí budú úspešné nielen spoločnosti s najrozsiahlejšími modelmi alebo najväčšími rozpočtami na kapitálové výdavky, ale aj tie, ktoré dokážu poskytovať najkvalitnejšie informácie pri najnižších nákladoch na jeden token.

## GRAF 1.1: KLESAJÚCE NÁKLADY NA UMELÚ INTELIGENCIU

NÁKLADY NA NAJLACNEJŠÍ LLM PODĽA PRAHOVEJ HODNOTY SCHOPNOSTI



Zdroj: Andreessen Horowitz, Investičný inštitút UniCredit



# Polovodiče ako srdce umelej inteligencie

Autori: Tobias Keller, Christian Stocker

## Polovodiče: súčasná volatilita testuje valuácie, nie tézu o umelej inteligencii

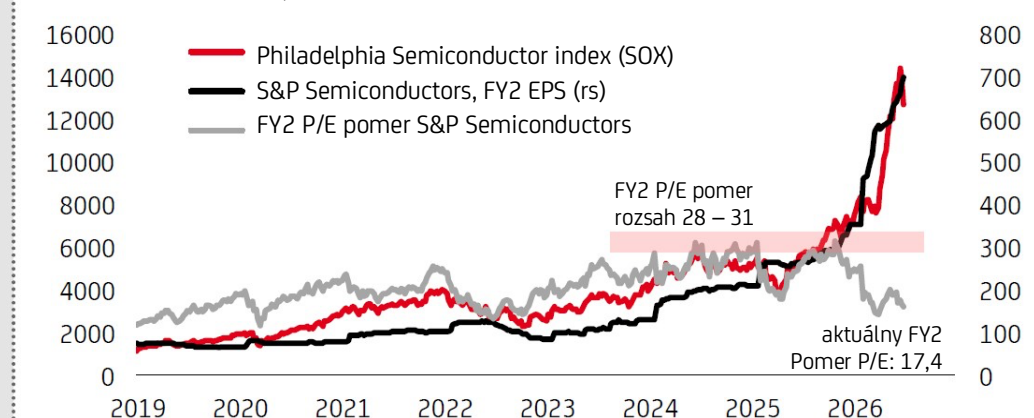
Nedávny pokles akcií spoločností z odvetvia polovodičov vyvolal pochybnosti o trvácnosti technologického rastu poháňaného umelou inteligenciou. Po výraznom raste zaznamenal Philadelphia Semiconductor Index (SOX) prudkú korekciu, čo odzrkadľovalo realizáciu ziskov po raste o viac ako 80 % v 2. štvrťroku 2026 a prehodnotenie veľmi ambiciózných očakávaní rastu zo strany trhu.

Napriek tejto prekážke zostávajú základné faktory investičného cyklu v oblasti umelej inteligencie naďalej stabilné. Polovodiče tvoria jadro ekosystému umelej inteligencie a naďalej sú tými, ktoré najpriamejšie ťažia z bezprecedentného rozširovania infraštruktúry umelej inteligencie. Každá fáza hodnotového reťazca – od trénovania veľkých jazykových modelov až po nasadenie inferenčných aplikácií – si vyžaduje čoraz väčší výpočtový výkon, pokročilú pamäťovú kapacitu a sieťovú kapacitu. V dôsledku toho sa očakáva, že kapitálové výdavky hyperscalerov zostanú mimoriadne vysoké, čo bude podporovať trvalý dopyt po grafických procesoroch, akcelerátoroch a pamäti s vysokou dátovou priepustnosťou (HBM), ktorá sa stala kľúčovou technológiou predstavujúcou slabé miesto pre úlohy v oblasti umelej inteligencie.

Dôležité je, že hodnotový reťazec umelej inteligencie už nie je poháňaný výlučne logickými čipmi. Pokročilé modely umelej inteligencie a autonómne agenty vyžadujú nielen vysoký výpočtový výkon, ale aj vysokovýkonnú pamäť na ukladanie, načítavanie a spracovávanie obrovských objemov údajov, vďaka čomu sú pamäťové riešenia pre výkon umelej inteligencie rovnako strategické ako logické čipy. Zároveň sa toto odvetvie stretáva so stále zložitejšou dynamikou dodávok. Dopyt súvisiaci s umelou inteligenciou spotrebúva čoraz väčšiu časť výrobných kapacít polovodičov, čo prispieva k vzniku prekážok v rôznych častiach dodávateľského reťazca. V oblasti aplikácií umelej inteligencie sa čoraz väčší dôraz kladie na pokročilé pamäťové technológie a najmodernejšiu výrobu čipov, čo obmedzuje tradičné konečné trhy a posilňuje strategický význam výroby polovodičov na celosvetovej úrovni. Táto disciplína v oblasti ponuky tiež prispela k posilneniu cenotvornej sily v kľúčových segmentoch odvetvia.

Nedávna korekcia odráža nielen vývoj v jednotlivých spoločnostiach. Stabilné ekonomické údaje, pretrvávajúca inflácia a očakávania vyšších úrokových sadzieb negatívne ovplyvnili aktíva zamerané na rast s dlhou lehotou splatnosti. Zároveň téma umelej inteligencie už prilákala značný prílev investícií a priniesla výrazný rast cien, čo viedlo k čoraz preplnenejším pozíciám. Ak sa pozrieme za krátkodobé výkyvy na trhu, cyklus umelej inteligencie sa pravdepodobne skôr rozšíri, než aby ustupoval. Zatiaľ čo v prvej fáze z toho neprimerane profitovali dodávateľia hardvéru, budúci rast by mal byť čoraz viac poháňaný zavádzaním umelej inteligencie do firemných pracovných postupov a spotrebiteľských aplikácií. **Tento vývoj môže postupne rozšíriť tvorbu hodnoty aj mimo oblasti polovodičov, neznižuje však ich kľúčovú úlohu, keďže ako trénovanie umelej inteligencie, tak aj jej inferencia naďalej zásadným spôsobom závisia od čoraz výkonnejšej výpočtovej infraštruktúry.**

**GRAF 1.2: POLOVODIČE – VÝNIMOČNÝ RAST ZISKOV BUDE PRAVDEPODOBNE POKRAČOVAŤ**  
ZISKY SÚ DOČASNÝ JAV, NIE ZÁSADNÁ ZMENA



Zdroj: Andreessen Horowitz, Investičný inštitút UniCredit



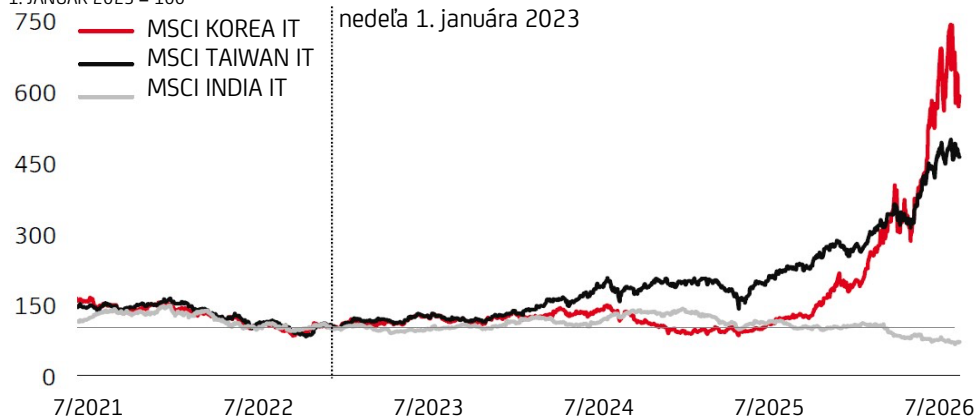
### Rozmach umelej inteligencie prehĺbuje technologickú priepasť na rozvíjajúcich sa trhoch, tá však nemusí trvať navždy

Taiwan a Kórea sú naďalej pevne prepojené s najviditeľnejším a komerčne najatraktívnejším segmentom technologického hodnotového reťazca na rozvíjajúcich sa trhoch, kde sú tržby úzko spojené s investíciami do infraštruktúry umelej inteligencie. Toto postavenie vysvetľuje ich silnú relatívnu výkonnosť akcií a prehĺbujúci sa rozdiel vo valuácii v porovnaní s ostatnými technologickými trhami rozvíjajúcich sa trhov. Indický sektor IT služieb, naopak, čelí skôr štrukturálnym zmenám. Generatívna umelá inteligencia zvyšuje produktivitu vo viacerých oblastiach sektora služieb a zároveň oslabuje tradičný vzťah medzi nárastom počtu zamestnancov a rastom tržieb, ktorý dlhodobo tvoril základ modelu outsourcingu.

Zároveň prechod na cenotvorbu založenú na výsledkoch so sebou nesie riziko zníženia marží, keďže časť zvýšenia produktivity sa prenáša na klientov a znižuje sa predvídateľnosť výnosov v blízkej budúcnosti. Trhy preto zohľadňujú neistotu, čo sa týka budúcej podoby obchodného modelu. Táto odlišnosť je zrejmá aj z vývoja na trhu. Zatiaľ čo trhy s prevahou polovodičových spoločností zaznamenali výrazný nárast valuácie vďaka hmatateľnému dopytu súvisiacemu s umelou inteligenciou a rastúcim kapitálovým výdavkom, indické IT akcie mali napriek relatívne stabilným ziskom ťažkosti udržať si dynamiku (pozri graf).

#### GRAF 1.3: POLOVODIČE ZAZNAMENÁVAJÚ RAST V DÔSLEDKU DOPYTU PO UMELEJ INTELIGENCIÍ – IT SLUŽBY ČELIA TLAKU

1. JANUÁR 2023 = 100



Zdroj: LSEG Datastream, Investment Institute UniCredit

Celkovo naďalej hodnotíme strednodobé vyhliadky pre spoločnosti pôsobiace v oblasti polovodičov a umelej inteligencie pozitívne. Tento sektor naďalej ťaží zo silného štrukturálneho dopytu, ktorý je podporovaný neustálymi investíciami hyperscalerov a pokračujúcim rozširovaním infraštruktúry umelej inteligencie. Podľa nášho názoru nedávny pokles neznamená zhoršenie vyhliadok na rast v oblasti umelej inteligencie, ale skôr bežnú korekciu po výraznom raste. Dôležité je, že rast ziskov zostáva mimoriadne silný. Konsenzuálne prognózy naďalej naznačujú, že na globálnych akciových trhoch dôjde k jednému z najsilnejších rastov ziskov, ktorý bude poháňaný dopytom po infraštruktúre umelej inteligencie, pokročilých pamäťových riešení a vysokovýkonných výpočtov. Hoci sa tempo rastu ziskov pravdepodobne spomalí v porovnaní s mimoriadnym tempom zaznamenaným v prvom polroku 2026, očakávame, že rast ziskov zostane výrazne nad priemerom celého trhu.

Zároveň sa hodnotenie akcií stalo podstatne atraktívnejším. V dôsledku nedávnej korekcie klesol pomer ceny akcie k očakávanému zisku (P/E) tohto sektora na približne 17-násobok, čo predstavuje zhruba polovicu úrovne zaznamenatej pri predchádzajúcich vrchoch valuácie. Tým sa výrazne zlepšuje pomer rizika a výnosu a vytvára sa významná ochrana proti krátkodobej volatilite. Domnievame sa, že investori sa čoraz viac zameriavajú na efektívnosť a zhodnocovanie investícií do umelej inteligencie a nielen na samotný rast. Otázky týkajúce sa toho, či obrovské investície do umelej inteligencie môžu priniesť dostatočnú návratnosť, vedú k dôslednejšiemu posudzovaniu obchodných modelov a ziskovosti. Považujeme to skôr za zdravé dozrievanie cyklu umelej inteligencie než za známku oslabovania základných ekonomických ukazovateľov.

Hoci volatilita môže počas leta zostať na vysokej úrovni v dôsledku pozícií a sezónnych faktorov, dlhodobý výhľad zostáva priaznivý. Celkovo vnímame súčasnú situáciu skôr ako úpravu valuácie a pozícií než ako štrukturálny zlom v trende rastu poháňanom umelou inteligenciou. Silný štrukturálny dopyt, pokračujúci nadpriemerný rast ziskov a najmä výrazne zlepšené valuácie podporujú **náš pozitívny strednodobý výhľad** na tento sektor.





# Makroekonomický vývoj

Autori: Tullia Bucco, Marco Valli

## 1

### Globálna ekonomika preukazuje odolnosť

Svetová ekonomika preukázala značnú odolnosť voči energetickému šoku a zvýšenej neistote spôsobenej konfliktom na Blízkom východe. Celosvetový rast sa naďalej pohybuje na úrovni okolo 3 %, pričom ho podporujú investície súvisiace s umelou inteligenciou a digitalizáciou, najmä v USA, ale čoraz viac aj v iných krajinách. Tento investičný cyklus pomáha kompenzovať slabosť v tradičnejších výrobných odvetviach a podporuje celkový dopyt a svetový obchod. V Európe zohrávajú dôležitú úlohu pri udržiavaní mierneho hospodárskeho rastu investičný program NGEU, nemecký fiškálny balík a postupné zvyšovanie výdavkov na obranu. Na oboch stranách Atlantiku sú trhy práce stále v dobrej kondícii, pričom finančná situácia domácností a firiem zostáva vo všeobecnosti stabilná. V Číne je domáci dopyt naďalej obmedzovaný poklesom na trhu s nehnuteľnosťami, slabou spotrebiteľskou dôverou a pretrvávajúcimi deflačnými tlakmi. Slabý domáci dopyt bol kompenzovaný silnými výsledkami v oblasti vývozu, najmä v odvetviach špičkových technológií a ekologického priemyslu. Svetová ekonomika však ešte nie je z najhoršieho vonku. Nedávne udalosti ukazujú, že pri rokovaníach medzi USA a Iránom naďalej narážame na prekážky. Akékoľvek opätovné vyhrotenie situácie by rýchlo viedlo k nárastu cien energie, čo by opäť podnietilo inflačné tlaky a zhoršilo náladu na finančných trhoch.

## 2

### FED ponechal sadzby nezmenené, ECB ich opäť zvýši

Na svojom júnovom zasadnutí FED ponechal úrokové sadzby nezmenené a upustil od svojho uvoľňovacieho postoja. Na svojej prvej tlačovej konferencii vo funkcii predsedu FED-u sa Kevin Warsh vyjadril v „jastrabom“ duchu a naznačil zmenu kurzu, pričom inicioval rozsiahle prehodnotenie rámca menovej politiky FED-u. Päť pracovných skupín bude skúmať kľúčové oblasti, medzi ktoré patria komunikácia, veľkosť bilancie, využívanie údajov pri rozhodovaní, produktivita a zamestnanosť, ako aj inflačný rámec. Očakáva sa, že výbory predložia FOMC svoje zistenia do konca roka, čo pravdepodobne povedie k významným prevádzkovým zmenám v roku 2027. Medzitým sa menová politika pravdepodobne nezmení vzhľadom na rastúcu neistotu týkajúcu sa reakčnej funkcie FED-u. V eurozóne ECB pristúpila k očakávanému zvýšeniu úrokových sadzieb o 25 základných bodov a ponechala si široký priestor pre ďalšie sprísňovanie menovej politiky. Vzhľadom na to, že inflácia by sa v druhom polroku 2026 mala udržať na úrovni blízkej 3 % a do polovice roka 2027 by sa mala priblížiť k 2-percentnému cieľu ECB, naďalej očakávame, že centrálna banka v septembri uskutoční druhé a zároveň posledné zvýšenie úrokových sadzieb, čím sa sadzba na vklady zvýši na 2,5 %.

## 3

### USA: zmena právneho základu, nie obchodnej politiky

Platnosť všeobecného 10-percentného cla uloženého podľa § 122 amerického obchodného zákona má vypršať 24. júla, keďže jeho platnosť uplynie po 150 dňoch, pokiaľ Kongres neprijme žiadne opatrenia. Článok 122, ktorý bol zavedený po tom, čo najvyšší súd zrušil široké clá podľa zákona IEEPA, slúžil ako dočasné provizórne riešenie. Americká vláda sa odvtedy zamerala na § 301 ako na trvalejší právny základ pre prebudovanie svojho colného režimu a začala vyšetřovania týkajúce sa praktík nútenej práce a nadmerných priemyselných kapacít. Na základe predbežných zistení z vyšetřovania týkajúceho sa nútenej práce navrhla administratíva clá vo výške 10 % na dovoz zo šiestich ekonomík (vrátane EÚ), pri ktorých sa usúdilo, že prijali určité nápravné opatrenia, a clá vo výške 12,5 % na dovoz zo všetkých ostatných krajín. V prípade väčšiny krajín (okrem EÚ) sa očakáva, že nové clá podľa § 301 budú uplatňované navyše k existujúcim colným sadzbám podľa princípu najvyšších výhod (MFN), čím sa vo veľkej miere zopakuje prístup, ktorý sa predtým používal v rámci režimov IEEPA a § 122. Celkovo vzaté, prechod na ustanovenie § 301 môže zvýšiť právnu stabilitu colného režimu USA. Je však nepravdepodobné, že by to viedlo k zníženiu neistoty v oblasti obchodu, ako naznačuje skutočnosť, že vláda naďalej využíva hrozby zavedenia ciel s cieľom dosiahnuť ústupky od EÚ v oblasti digitálneho obchodu a ďalších necolných prekážok.





# Vývoj na trhu

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

## Šum...

V priebehu posledných niekoľkých mesiacov boli trhy ovplyvňované správami o geopolitickej situácii na Blízkom východe. Obavy súvisiace s konfliktom medzi Izraelom a Iránom, možnými výpadkami dodávok a rizikom rastu cien energie vyvolali kolísanie cien akcií, dlhopisov a komodít. Keď sa napätie dočasne zmiernilo, ceny ropy klesli a obavy z inflácie ustúpili. V poslednom období však obnovené napätie v regióne pripomenulo investorom, že geopolitické riziká sú naďalej aktuálnou témou. Trhy naďalej reagujú na zmeny nálady v súvislosti s energetickou bezpečnosťou, infláciou a očakávaniami týkajúcimi sa centrálnych bánk. Tieto udalosti síce momentálne spôsobujú krátkodobú volatilitu, zatiaľ však podstatne neovplyvnili základné ekonomické podmienky.



## ... a signál

Napriek titulkom o geopolitických udalostiach zostáva základný kontext naďalej pozitívny. Svetová ekonomika preukázala pozoruhodnú odolnosť napriek kolísaniu na energetických trhoch a neistote na Blízkom východe. Rast naďalej podporujú investície do umelej inteligencie, digitalizácie, infraštruktúry a obrany, pričom trhy práce, bilancie podnikov a financie domácností zostávajú vo všeobecnosti v dobrom stave. Hoci sa nedávny nárast cien energií a geopolitické napätie čiastočne navrátili, túto obnovenú neistotu považujeme skôr za dočasný jav, než za štrukturálnu zmenu. Trhy sa naďalej čoraz viac zameriavajú na základné ekonomické parametre a súčasné makroekonomické prostredie naďalej podporuje rizikové aktíva. Výnosy dlhopisov pravdepodobne zostanú vo všeobecnosti v určitom rozsahu vzhľadom na stabilný rast, naďalej opatrný postoj centrálnych bánk a absenciu výrazného zhoršenia hospodárskej aktivity. Na akciové trhy naďalej nazeráme konštruktívne, pričom rozvíjajúce sa trhy zostávajú našou preferovanou oblasťou. Hoci téma umelej inteligencie v krátkodobom horizonte čiastočne stratila na dynamike, naďalej zostáva najsilnejším strednodobým hnacím motorom ziskov. Celkovo sa kľúčový záver nemení: odolný rast, zdravé základné parametre a pretrvávajúce investície poháňané umelou inteligenciou naďalej poskytujú pevný základ pre ďalší rast akciových trhov. Geopolitický vývoj môže spôsobiť obdobia volatility, no nezmenil základný investičný signál.

## Akcie

### Sezóna zverejňovania výsledkov za 2. štvrťrok 2026: lakmusový test pre akciové trhy

Na akciové trhy naďalej nazeráme konštruktívne, pričom rozvíjajúce sa trhy zostávajú našou preferovanou oblasťou. Zdá sa však, že Európa má v nasledujúcich mesiacoch určitý potenciál dohnať USA. V USA téma umelej inteligencie, ktorá bola dlho hlavným hnacím motorom trhu, v poslednom čase čiastočne stratila na sile, naďalej však zostáva silným strednodobým katalyzátorom (pozri [Focus 2, strana 5](#)). V tomto kontexte a vďaka celkovému poklesu cien energií sa regióny, ktoré doteraz zaostávali, ako napríklad Európa, z taktického hľadiska stávajú čoraz atraktívnejšími. Celkovo platí, že kľúčový záver zostáva nezmenený: **trvalý rast ziskov by mal naďalej podporovať ďalší rast akciových trhov.**

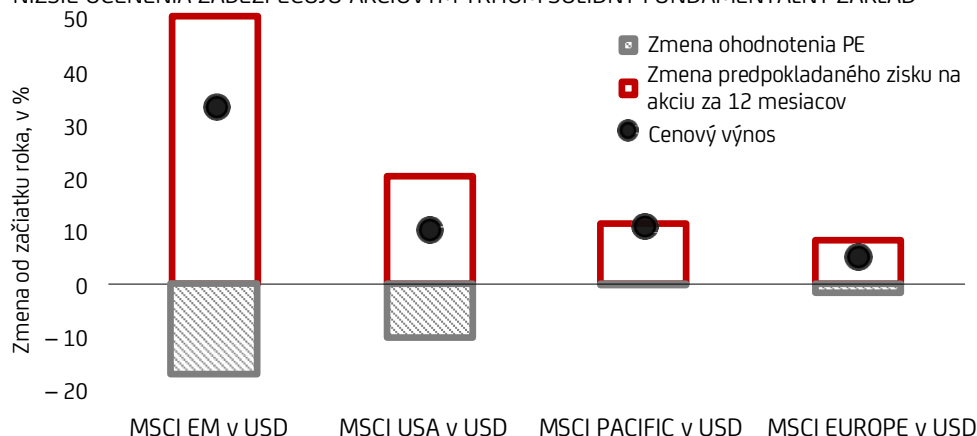
Konsenzuálne prognózy pre sezónu zverejňovania výsledkov za 2. štvrťrok 2026 naznačujú silný globálny rast ziskov, ktorý je poháňaný pokračujúcimi investíciami do umelej inteligencie. **V USA** sa očakáva, že zisky indexu S&P 500 medziročne vzrastú približne o 23 %, pričom technologické a polovodičové spoločnosti budú naďalej hlavnými príjemcami silného dopytu po pokročilých procesoroch, pamäťových riešeniach a infraštruktúre dátových centier. Očakávania sú však vysoké a valuácie zostávajú náročné. V dôsledku toho sa môžu usmernenia vedenia týkajúce sa výdavkov súvisiacich s umelou inteligenciou, trendov v objednávkach a vyhladok na budúci rast ukázať ako dôležitejšie než zverejnené výsledky. Akékoľvek náznaky spomalenia dopytu po umelej inteligencii by mohli zvýšiť volatilitu trhu. Zároveň spoločnosti z čoraz širšieho spektra odvetví začínajú hlásiť nárast produktivity a zvýšenie efektívnosti vďaka zavedeniu umelej inteligencie.

**V Európe** sa podľa konsenzu očakáva rast ziskov v prvom polroku 2026 na úrovni približne 10 %, hoci veľká časť tohto rastu sa sústreďuje v energetickom sektore. Ak nezohľadníme energetický sektor, rast ziskov sa pohybuje bližšie k 6 %, čo poukazuje na umiernenější základný trend. Nedávny rast akciových trhov bol podporený nielen ziskami, ale aj nárastom valuácií, najmä v bankovom a technologickom sektore, čo zanecháva menej priestoru pre sklamanie. Napriek tomu zostáva makroekonomické prostredie priaznivé, čo podporujú stabilné ukazovatele rastu, stabilné očakávania týkajúce sa marží a mierny priaznivý vplyv výmenných kurzov pre spoločnosti pôsobiace na medzinárodných trhoch. Medzi kľúčové témy tejto sezóny zverejňovania výsledkov patria vplyv vyšších nákladov na energiu, konkurencia zo strany čínskych výrobcov a rozsah zvýšenia efektívnosti vďaka umelej inteligencii.

V celom regióne **Ázie a Tichomorí a na rozvíjajúcich sa trhoch** bude rast ziskov poháňaný predovšetkým spoločnosťami z odvetvia polovodičov na Taiwane a v Južnej Kórei. Napriek rastúcemu skepticizmu investorov v dôsledku výrazného rastu cien akcií a opakovaných revízií ziskov smerom nahor zostávajú štrukturálne faktory nezmenené. Pokračujúce zavádzanie umelej inteligencie, rastúci dopyt po výpočtovom výkone a neustále investície do infraštruktúry cloudu a dátových centier by mali podporiť zdravý rast ziskov, z čoho budú profitovať popredné ázijské technologické spoločnosti.

#### GRAF 2.1: DYNAMIKA PREHODNOCOVANIA ZISKOV NA ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOCH SA ZDÁ BYŤ ŤAŽKO UDRŽATEĽNÁ

NIŽŠIE OCENENIA ZABEZPEČUJÚ AKCIOVÝM TRHOM SOLÍDNY FUNDAMENTÁLNY ZÁKLAD



Zdroj: LSEG Datastream, Investment Institute UniCredit

## Pevne úročené cenné papiere

### Štátne dlhopisy: zatiaľ nie je vidieť jasný smer vývoja

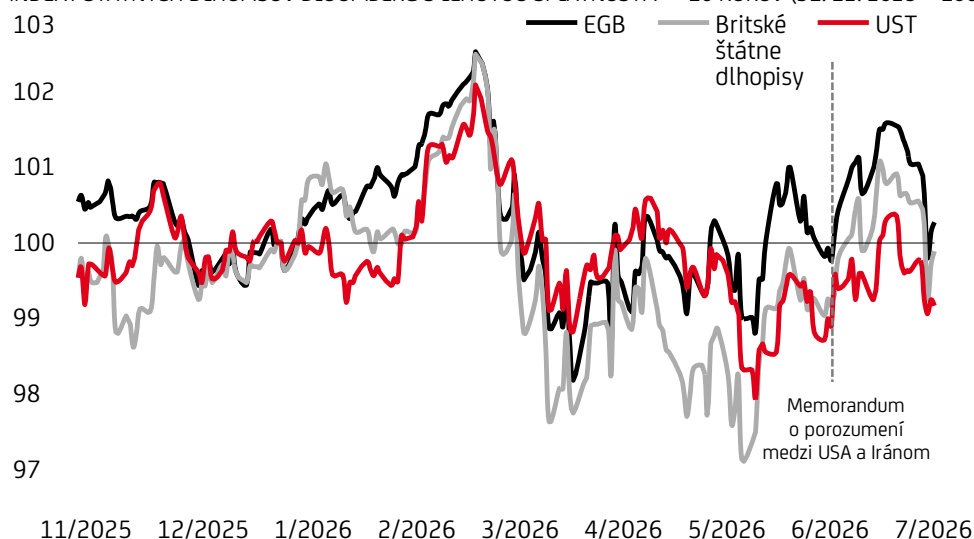
Uvoľňovanie geopolitického napätia a klesajúce ceny energií viedli k zníženiu trhových inflačných očakávaní a k menej agresívnym očakávaniam, čo sa týka zvyšovania úrokových sadzieb v eurozóne. Z tejto situácie profitoval krátky koniec kriviek európskych štátnych dlhopisov (EGB), pričom výnos 2-ročného nemeckého štátneho dlhopisu (Bund) od začiatku júna klesol približne o 10 bázických bodov. Vývoj dlhodobých výnosov bol miernejší, pričom výnos 10-ročných Bundov sa udržal v oblasti 3 %. Rozpätia medzi EGB a Bundmi sa pohybujú do strany/nemenia sa, pričom 10-ročný spread medzi talianskymi štátnymi dlhopismi (BTP) a Bundmi sa obchoduje v rozmedzí 70 – 80 bázických bodov.

Na druhej strane vývoj výnosov amerických štátnych dlhopisov (UST) ovplyvnil viac nástup Kevina Warsha do funkcie predsedu FED-u než geopolitický vývoj. Prvé zasadnutie FOMC pod vedením Warsha, na ktorom sa pomerne dôrazne vyjadril k boju proti inflačnému tlakom, vyvolalo tlak na rast výnosov na krátkom konci výnosovej krivky, čo viedlo k jej splošteniu. Úrokové sadzby 10-ročných a 30-ročných UST sa naďalej pohybujú na úrovni približne 4,5 %, resp. 5 %.

Ako vyplýva z grafu, index 7- až 10-ročných UST dosiahol v tomto roku zatiaľ mierne zápornú výnosnosť, zatiaľ čo zodpovedajúci index európskych štátnych dlhopisov (EGB) vzrástol o 1 %. Britské štátne dlhopisy (giit) sa v poslednom čase tiež zotavili, a to napriek vyššej volatilitě, ktorá bola čiastočne spôsobená vnútornými faktormi.

**GRAF 2.2: DLHOPISY EGBS A GILTS ZATIAŤ DOSAHUJÚ LEPŠIE VÝSLEDKY AKO AMERICKÉ ŠTÁTNE DLHOPISY (USTS)**

INDEXY ŠTÁTNÝCH DLHOPISOV BLOOMBERG S LEHOTOU SPLATNOSTI 7 – 10 ROKOV (31. 12. 2025 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

V najbližšom období neočakávame, že štátne dlhopisy budú vykazovať výrazný smerový trend. Je nepravdepodobné, že by ceny energií z aktuálnych úrovní ďalej klesali, ekonomické ukazovatele sa ukazujú ako odolné (najmä v USA) a centrálné banky naďalej zaujímajú reštriktívny postoj, napriek povzbudivým správam z geopolitickej scény. Vzhľadom na tieto faktory je v súčasnosti pokles výnosov EGB a UST nepravdepodobný. Ak už niečo, tak nižšia emisná aktivita počas letného obdobia pravdepodobne obmedzí tlak na ponuku britských štátnych dlhopisov v nadchádzajúcich mesiacoch. Pokiaľ ide o UST, krátky koniec krivky by mohol zaznamenať úľavu, keďže očakávania týkajúce sa zvyšovania úrokových sadzieb sa javia ako príliš prehnané. Na druhej strane, UST s dlhšou splatnosťou naďalej podliehajú fiškálnym rizikám a prehodnoteniu termínovej prémie, najmä po nedávnom poklese.

## Podnikové úvery: Očakávania týkajúce sa ponuky v 2. polroku 2026

Na európskom podnikovom primárnom trhu sa od začiatku roka zaznamenala silná aktivita, ktorú poháňalo predbežné financovanie zo strany emitentov v súvislosti s očakávaným sprísnením menovej politiky a rastúcim dopytom po investičnom financovaní vo vybraných sektoroch.

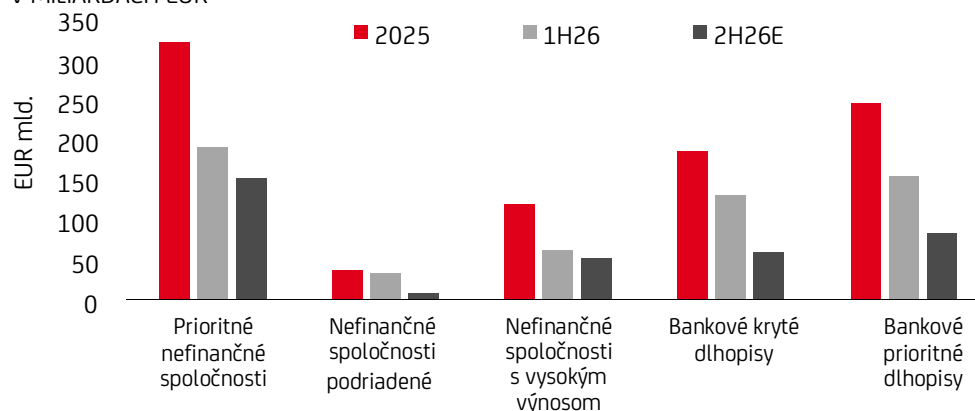
**Nefinančné spoločnosti investičného stupňa (IG NFIs) umiestnili v nových emisiách 184 mld. EUR, čo predstavuje takmer 60 % objemu zaznamenaného za celý rok 2025,** a to predovšetkým vďaka sektorom automobilového priemyslu a výroby súčiastok, technológií a verejných služieb, vzhľadom na ich zvýšené potreby financovania kapitálových výdavkov. V prípade automobilov a ich súčiastok to súvisí s prechodom výroby smerom k elektromobilite a obranným účelom, zatiaľ čo nárast dopytu po kapitálových výdavkoch v oblasti technológií a energetiky súvisí s investíciami do dátových centier a ich vysokou spotrebou energie, ktorá sa očakáva v nasledujúcich rokoch. Vysoké investičné výdavky tiež podporili emisie hybridných cenných papierov, ktorých objem od začiatku roka dosiahol 32 mld. EUR (oproti 35 mld. EUR v minulom roku). NFI s vysokým výnosom investovali od začiatku roka do nových emisií takmer 60 mld. EUR (oproti 115 mld. EUR v roku 2025). Očakávame, že dopyt po financovaní bude vo všetkých segmentoch NFI v súlade s našimi pôvodnými prognózami a predpokladáme, že celoročná ponuka sa priblíži k hornej hranici nášho prognózovaného rozpätia: v prípade prioritných cenných papierov NFI IG 300 – 330 mld. EUR, v prípade podriadených podnikových (hybridných) cenných papierov 35 – 40 mld. EUR a pri NFI s vysokým výnosom 90 – 110 mld. EUR.

**Emisia krytých dlhopisov zo strany bánk zostala v roku 2026 mimoriadne silná, pričom v prvom polroku 2026 bolo emitovaných 126 mld. EUR a v júni bola zaznamenaná rekordne vysoká aktivita na primárnom trhu,** čo nás viedlo k zvýšeniu našej celoročnej prognózy financovania zo 165 – 170 mld. EUR na 180 – 185 mld. EUR. Vzhľadom na splatnosti krytých dlhopisov v hodnote 159 mld. EUR to znamená čistú ponuku vo výške 21 – 26 mld. EUR, pričom v druhom polroku 2026 sa očakáva ďalšia emisia krytých dlhopisov v hodnote 52 – 57 mld. EUR. Objem emisií nezabezpečených prioritných bankových dlhopisov dosiahol v prvom polroku 2026 výšku 150 mld. EUR, pričom vedúcu úlohu zohrali banky zo Spojeného kráľovstva, Francúzska, USA a Kanady. Banky z regiónu strednej a východnej Európy emitovali 6 mld. EUR. Potvrdzujeme našu pôvodnú prognózu financovania na celý rok 2026 vo výške 220 – 240 mld. EUR, hoci objem emisií sa pravdepodobne bude pohybovať bližšie k dolnej hranici tohto rozpätia. V druhom polroku 2026 očakávame dodatočné financovanie s prednostným postavením vo výške približne 70 mld. EUR, pričom emisie krytých dlhopisov by sa po mimoriadne silnom prvom polroku mali zmierniť.

Celkovo zostal dopyt investorov silný a úverové rozpätia na obnovené napätie medzi Iránom a USA nijako výrazne nereagovali. Očakávame, že medzi investormi do úverových cenných papierov bude prevládať konštruktívny tón, a domnievame sa, že trh bez problémov absorbuje očakávanú ponuku v druhom polroku 2026.

**GRAF 2.3: HRUBÁ PONUKA PODNIKOVÝCH A BANKOVÝCH DLHOPISOV V ROKOCH 2025 A 2026**

V MILIARDÁCH EUR



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

## FX/MENOVÉ OBCHODY

### EUR-USD: stále stúpa, avšak pomalšie

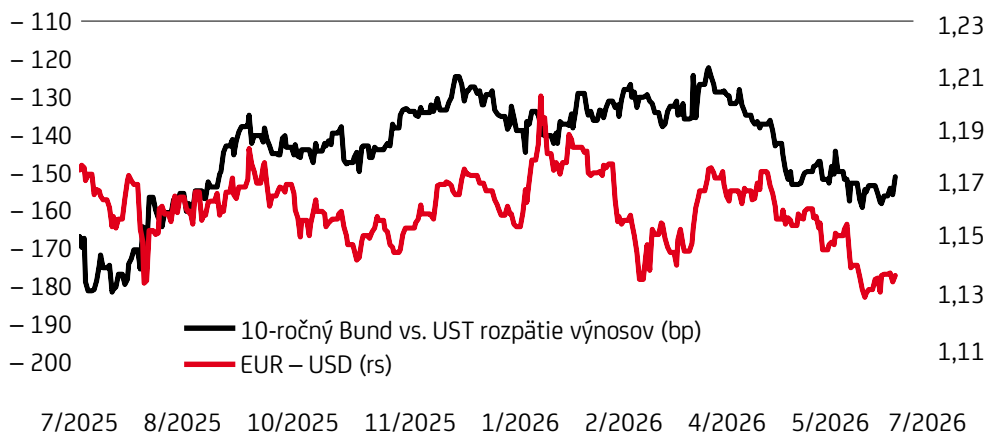
Nadalej očakávame, že americký dolár v strednodobom horizonte oslabí, no menej výrazne, ako sme predpokladali v našich predchádzajúcich prognózach. Náš revidovaný základný scenár vychádza z predpokladu, že FED v nasledujúcich štvrtrokoch ponechá úrokové sadzby nezmenené, čo povedie k menej priaznivému výhľadu pre americký dolár, než aký stále naznačujú termínové sadzby po tom, čo sa agresívne sprísňovanie menovej politiky, ktoré bolo započítané do cien po júnovom zasadnutí FOMC, po zverejnení poslednej správy o zamestnanosti v USA znížilo len čiastočne.

V júni pribudlo len 57-tisíc pracovných miest, čo pomohlo kurzu EUR – USD zotaviť sa po tom, čo dosiahol tohtoročné minimum na úrovni 1,1325, a to vzhľadom na jastrabí prístup, ktorý zaujal Kevin Warsh na svojom prvom zasadnutí vo funkcii predsedu FED-u. Tento pokus o oživenie však bol čiastočne zmarený, keď americký prezident Donald Trump 8. júla oznámil, že memorandum o porozumení s Iránom prestalo platiť. Pár EUR – USD však preukázal odolnosť a väčšinou sa držal nad hranicou 1,14. Na druhej strane, počas júnového vypočutia pred Európskym parlamentom naznačila prezidentka ECB Christine Lagardeová, že ECB nebude nútená pristúpiť k ďalšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb, čo takisto prispelo k poklesu kurzu eura. Neskôr sa však iní členovia ECB vrátane Isabel Schnabelovej, ako aj samotná Lagardeová, vyjadrili otvorenejšie voči ďalšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb, ktoré nadalej očakávame v septembri ako poistku proti inflačným rizikám. ECB vo svojich správach zaujala pragmatickejší prístup a zdôraznila, že júnové zvýšenie úrokových sadzieb nebolo ani prvým z radu budúcich zvýšení, ani jednorazovým krokom.

Medzitým opäť narastá napätie na Blízkom východe, rozdiely v úrokových sadzbách medzi eurozónou a USA sa však opäť stali ďalším kľúčovým faktorom ovplyvňujúcim kurz EUR – USD. Je dôležité poznamenať, že tentoraz nárast výnosu 10-ročných Bundov nad hranicu 3,00 % obmedzuje pokles kurzu EUR – USD, a to napriek tomu, že výnos 10-ročných UST sa vrátil nad úroveň 4,50 %, čo je úroveň, ktorá v nedávnej minulosti spôsobovala prudký pokles tohto menového páru. Je to vidieť na nižšie uvedenom grafe, ktorý znázorňuje vývoj tohto menového páru v porovnaní s 10-ročným transatlantickým rozpätím. V súčasnosti sa však zdá, že investori nie sú ochotní ani posunúť kurz EUR – USD smerom k úrovni 1,10, ani obnoviť agresívne nákupy pri poklesoch. Grafické formácie naznačujú, že k tomuto vývoju môže dôjsť až po rozhodujúcom prelomení úrovne 1,16 smerom nahor.

Nadalej očakávame, že kurz EUR – USD bude v strednodobom horizonte rásť, keďže stále predpokladáme pokles rizikovej prémie vyvolanej vojnovou situáciou, čo by znížilo atraktivnosť amerického dolára ako preferovanej bezpečnej meny a ďalšie zmiernenie očakávaní týkajúcich sa zvyšovania úrokových sadzieb v USA. Americký prezident Donald Trump by mohol mať tiež pokušenie hovoriť o oslabení amerického dolára, aby podporil americký vývoz pred americkými voľbami do Kongresu, ktoré sa uskutočnia začiatkom novembra. Na druhej strane sa však zdá, že potenciál rastu kurzu EUR – USD je teraz obmedzenejší, než sme pôvodne predpokladali, keďže je nepravdepodobné, že by sa tento menový pár do konca roka 2026 dostal výrazne nad úroveň 1,17 a do konca roka 2027 nad úroveň 1,19.

**GRAF 2.4: KURZ EUR – USD NAĎALEJ CITLIVO REAGUJE NA ROZDIELY VO VÝNOSOCH**  
EUR – USD A 10-ROČNÝ BUND VS. ROZPÄTIE VÝNOSOV UST



Zdroj: LSEG, Investment Institute UniCredit

## Komodity

### Ropa

Uvoľnenie doteraz zadržaných zásob ropy bolo hlavným hnacím motorom nedávneho vývoja cien ropy. Keď sa náklady, ktorých dodávky sa pôvodne oneskorili v Perzskom zálive, opäť dostali na svetové trhy, výsledný prílev spôsobil obdobie dočasnej nadmernej ponuky, čo sa prejavilo poklesom fyzických referenčných cien a zväčšovaním zliav v kľúčových obchodných centrách. Nedávne opätovné vyhrotenie konfliktu vrátane opätovných narušení lodnej dopravy a oznámenia Iránu, že opäť uzatvára Hormuzský prieliv, však tento proces normalizácie prerušilo a opäť vyvolalo neistotu v dodávkach. Toto sa odohráva na pozadí stále nerovnomerného dopytu, najmä zo strany Číny, v dôsledku výrazného poklesu dovozu, pričom vývoz z USA zostáva naďalej silný. Zároveň však predchádzajúca fáza krízy zanechala trvalé stopy: pokles dopytu, presmerovanie dodávok cez potrubia, čerpanie zásob a uvoľnenie núdzových zásob – to všetko prispelo k zmierneniu bezprostredného šoku na strane ponuky. Len čo sa napätie začne trvalejšie zmiernovať, ponuka sa pravdepodobne postupne normalizuje, čo umožní doplnenie zásob a pokles rizikových prémieí. V tejto súvislosti naďalej predpokladáme, že cena ropy Brent sa v druhom polroku 2026 bude pohybovať v priemere na úrovni 77 – 80 USD/barel, pričom v roku 2027 by mala klesnúť smerom k úrovni 70 USD/barel, hoci krátkodobá volatilita pravdepodobne zostane na vysokej úrovni.

### Zemný plyn

Referenčná cena európskeho zemného plynu (TTF) je naďalej do veľkej miery ovplyvňovaná vývojom situácie v súvislosti s vojnou v Iráne. Po uzavretí dohody o prímerí klesla cena TTF až na úroveň 40 EUR/MWh, čo je úroveň, akú sme nevideli od obdobia pred začiatkom vojny. Po obnovení bojov cena prudko vzrástla na 50 EUR/MWh. Keby sa však aj mierové rokovania opäť rozbehli a Hormuzský prieliv by sa otvoril, viacero faktorov by malo zabrániť tomu, aby TTF otestoval svoje nedávne minimum. Po prvé, sezóna doplňovania zásob v Európe výrazne zaostáva za tempom z posledných rokov a so 49 % mierou naplnenia ku koncu júna bola o celých 10 percentuálnych bodov nižšia ako (nízka) úroveň z roku 2025. Potreba urýchliť dovoz s cieľom doplniť tieto zásoby prichádza v čase, keď ázijské krajiny potrebujú dodatočné množstvo skvapalneného zemného plynu (LNG) na prevádzku klimatizácií počas leta, ktoré bude zrejme veľmi horúce. Naše prognózy, ktoré vychádzajú z predpokladu ukončenia bojových operácií a opätovného otvorenia Hormuzského prielivu, predpokladajú, že priemerná cena TTF v druhej polovici roku 2026 dosiahne 42 EUR/MWh a do konca roku 2027 klesne na 33 EUR/MWh. Rastúca ponuka zo Severnej Ameriky by mala prispieť k udržaniu cien plynu na prijateľnej úrovni, pokiaľ bude Hormuzský prieliv otvorený.

### Zlato

Cena zlata sa v poslednom období ustálila na úrovni okolo 4 100 USD/oz, keďže tvrdší postoj FED-u a prostredie s úrokovými sadzbami, ktoré budú „dlhšie na vyššej úrovni“, podporili reálne výnosy a negatívne ovplyvnili dopyt po ETF, čím sa v blízkej budúcnosti obmedzil potenciál rastu. Napriek tomu sa pokles udržal na relatívne obmedzenej úrovni, pričom podporu naďalej poskytujú prebiehajúce nákupy centrálnych bánk a dopyt po diverzifikácii portfólií. Pokiaľ ide o budúcnosť, krátkodobý vývoj cien bude pravdepodobne naďalej ovplyvňovaný očakávaniami týkajúcimi sa úrokových sadzieb, výnosmi UST a tokmi ETF. Hoci súčasná úroková situácia predstavuje krátkodobé riziká poklesu, celkový investičný výhľad zostáva pozitívny. Trvalý dopyt zo strany centrálnych bánk, potreba diverzifikácie portfólií, geopolitické napätie a obavy týkajúce sa fiškálnej politiky naďalej poskytujú zlato dôležitú štruktúrnú podporu. Z tohto dôvodu sme náš predpokladaný rozsah zúžili na 4 100 – 4 700 USD/oz do konca roka 2026. Ak nedôjde k obnoveniu prílevu prostriedkov do ETF alebo k výraznému nárastu geopolitických či fiškálnych rizík, ďalší rast bude pravdepodobne naďalej postupný. Akýkoľvek obnovený prílev investícií alebo nárast averzie voči riziku by však mohol viesť k podstatne vyšším cenám.

# Tabuľky s prognózami

## Prognózy Unicredit

### PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

|                 | Reálny HDP<br>(% R/R) |             |             | Spotrebiteľské ceny<br>(% R/R) |            |            | Rozpočtové saldo<br>(% HDP) |             |             |
|-----------------|-----------------------|-------------|-------------|--------------------------------|------------|------------|-----------------------------|-------------|-------------|
|                 | 2025                  | 2026        | 2027        | 2025                           | 2026       | 2027       | 2025                        | 2026        | 2027        |
| <b>Globálne</b> | <b>3,2</b>            | <b>3,1</b>  | <b>3,2</b>  | <b>-</b>                       | <b>-</b>   | <b>-</b>   | <b>-</b>                    | <b>-</b>    | <b>-</b>    |
| <b>USA</b>      | <b>2,1</b>            | <b>2,2</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,7</b>                     | <b>3,6</b> | <b>2,5</b> | <b>-6,8</b>                 | <b>-7,6</b> | <b>-7,8</b> |
| <b>Eurozóna</b> | <b>1,5*</b>           | <b>0,3*</b> | <b>1,2*</b> | <b>2,1</b>                     | <b>2,9</b> | <b>2,2</b> | <b>-2,9</b>                 | <b>-3,8</b> | <b>-3,6</b> |
| Nemecko         | 0,2**                 | 0,9**       | 1,6**       | 2,2                            | 2,5        | 2,1        | -2,8                        | -4,3        | -4,3        |
| Francúzsko      | 0,9                   | 0,7         | 1,0         | 0,9                            | 1,8        | 1,4        | -5,1                        | -5,0        | -4,6        |
| Taliansko       | 0,7                   | 0,5         | 0,7         | 1,5                            | 2,9        | 2,2        | -3,1                        | -2,9        | -2,8        |
| Španielsko      | 2,8                   | 2,3         | 1,7         | 2,7                            | 3,6        | 2,7        | -2,4                        | -2,4        | -2,3        |
| <b>UK</b>       | <b>1,3</b>            | <b>0,8</b>  | <b>0,9</b>  | <b>3,4</b>                     | <b>3,1</b> | <b>2,1</b> | <b>-5,4</b>                 | <b>-3,8</b> | <b>-3,5</b> |
| <b>Čína</b>     | <b>5,0</b>            | <b>4,6</b>  | <b>4,2</b>  | <b>-0,2</b>                    | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>-7,9</b>                 | <b>-8,2</b> | <b>-8,4</b> |
| <b>Japonsko</b> | <b>1,1</b>            | <b>0,6</b>  | <b>0,8</b>  | <b>3,2</b>                     | <b>2,1</b> | <b>2,1</b> | <b>-3,1</b>                 | <b>-4,0</b> | <b>-3,8</b> |
| <b>India</b>    | <b>7,3</b>            | <b>6,4</b>  | <b>6,4</b>  | <b>2,1</b>                     | <b>4,7</b> | <b>4,0</b> | <b>-7,4</b>                 | <b>-7,4</b> | <b>-7,3</b> |

Zdroj: Investment Institute UniCredit

\* Eurozóna bez Írska: 1,1 % (2025), 0,9 % (2026), 1,2 % (2027)

\*\* Údaje mimo WDA. Upravené na pracovné dni: 0,3 % (2025), 0,6 % (2026) a 1,5 % (2027)

### ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

|             | Aktuálne | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 |
|-------------|----------|------|------|------|------|------|
| <b>Fed</b>  | 3,75     | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,75 |
| <b>ECB</b>  | 2,25     | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,25 |
| BOE         | 3,75     | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,50 |
| BoJ         | 1,00     | 1,00 | 1,25 | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| Riksbank    | 1,75     | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,25 | 2,00 |
| Norges Bank | 4,25     | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 |

Zdroj: Investment Institute UniCredit

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia



**PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV**

|                               | 13. 6. 2026 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 |
|-------------------------------|-------------|------|------|------|
| <b>Eurozóna</b>               |             |      |      |      |
| Depozitná sadzba              | 2,25        | 2,50 | 2,50 | 2,50 |
| 3M Euribor                    | 2,45        | 2,52 | 2,55 | 2,55 |
| 2Y Schatz                     | 2,72        | 2,65 | 2,60 | 2,50 |
| 10-ročný nemecký dlhopis      | 3,11        | 3,10 | 3,00 | 3,00 |
| 2Y EUR swap                   | 2,93        | 2,85 | 2,75 | 2,65 |
| 10Y EUR swap                  | 3,15        | 3,15 | 3,05 | 3,05 |
| 10-ročné rozpätie swap – Bund | 4           | 5    | 5    | 5    |
| 2Y BTP                        | 2,91        | 2,85 | 2,80 | 2,70 |
| 10Y BTP                       | 3,87        | 3,80 | 3,70 | 3,70 |
| 10-ročné rozpätie BTP – Bund  | 76          | 70   | 70   | 70   |
| <b>USA</b>                    |             |      |      |      |
| Sadzba Fed                    | 3,75        | 3,75 | 3,75 | 3,75 |
| 3M OIS SOFR                   | 3,80        | 3,67 | 3,67 | 3,67 |
| 2Y UST                        | 4,28        | 4,00 | 4,00 | 4,00 |
| 10Y UST                       | 4,62        | 4,50 | 4,50 | 4,50 |
| 10-ročné rozpätie UST – Bund  | 151         | 140  | 150  | 150  |

**PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ REZERVY**

|           | 13. 6. 2026 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 |
|-----------|-------------|------|------|------|
| EUR – USD | 1,14        | 1,16 | 1,17 | 1,18 |
| USD – JPY | 162         | 159  | 157  | 155  |
| EUR – JPY | 185         | 184  | 184  | 183  |
| GBP – USD | 1,34        | 1,33 | 1,32 | 1,32 |
| EUR – GBP | 0,85        | 0,87 | 0,89 | 0,89 |
| USD – CNY | 6,78        | 6,75 | 6,73 | 6,72 |
| EUR – CNY | 7,74        | 7,83 | 7,87 | 7,93 |

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

**PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV**

|                             | 13. 6. 2026 | Koniec roka<br>2025 | V strede roka<br>2027 |
|-----------------------------|-------------|---------------------|-----------------------|
| <b>Ropa</b>                 |             |                     |                       |
| Brent USD/barel             | 81          | 77                  | 72                    |
| <b>Akcie</b>                |             |                     |                       |
| Euro STOXX 50               | 6 271       | 6 400               | 6 700                 |
| STOXX Europe 600            | 641         | 660                 | 700                   |
| DAX                         | 25 114      | 26 500              | 28 000                |
| MSCI Taliansko              | 134         | 135                 | 140                   |
| S&P 500                     | 7 515       | 7 800               | 8 200                 |
| Nasdaq 100                  | 29 264      | 32 000              | 34 000                |
| <b>Úvery</b>                |             |                     |                       |
| iBoxx Non-Financials Senior | 74          | 80                  | 80                    |
| iBoxx Banks Senior          | 71          | 75                  | 75                    |
| iBoxx High Yield NFI        | 277         | 280                 | 280                   |

Zdroj: Bloomberg, S&amp;P Global, Investment Institute UniCredit

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

[Ekonomika >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Rizikové aktíva >](#)

# Vývoj vybraných indexov finančného trhu

|    |             |             |             |             |             |             |             |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Od | 13. 7. 2021 | 13. 7. 2022 | 13. 7. 2023 | 13. 7. 2024 | 13. 7. 2025 | 13. 7. 2021 | 1. 1. 2026  |
| Do | 13. 7. 2022 | 13. 7. 2023 | 13. 7. 2024 | 13. 7. 2025 | 13. 7. 2026 | 13. 7. 2026 | 13. 7. 2026 |

## INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (Celkový výnos, v %)

|                                   |        |       |       |       |      |       |      |
|-----------------------------------|--------|-------|-------|-------|------|-------|------|
| MSCI Svet (v USD)                 | - 15,2 | 21,3  | 22,5  | 14,3  | 21,5 | 73,5  | 10,2 |
| MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)  | - 25,2 | 8,7   | 13,3  | 12,4  | 37,3 | 43,6  | 19,0 |
| MSCI USA (v USD)                  | - 13,6 | 20,8  | 26,3  | 14,1  | 21,3 | 80,5  | 10,4 |
| MSCI Európa (v EUR)               | - 6,1  | 15,5  | 17,3  | 8,4   | 20,9 | 65,3  | 11,1 |
| MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD) | - 22,5 | 11,4  | 14,9  | 10,1  | 34,5 | 48,5  | 18,3 |
| STOXX Europe 600 (v EUR)          | - 7,6  | 15,5  | 17,4  | 8,9   | 20,8 | 63,3  | 10,8 |
| DAX 40 (Nemecko v EUR)            | - 19,2 | 26,5  | 16,2  | 30,9  | 3,5  | 59,1  | 2,6  |
| MSCI Taliansko (v EUR)            | - 11,1 | 41,5  | 28,0  | 23,6  | 34,6 | 164,0 | 17,3 |
| ATX (Rakúsko, v EUR)              | - 12,7 | 16,7  | 23,4  | 27,3  | 48,6 | 135,9 | 25,0 |
| SMI (Švajčiarsko, v CHF)          | - 7,1  | 4,3   | 15,8  | 0,5   | 23,2 | 37,6  | 10,7 |
| S&P 500 (USA, v USD)              | - 11,7 | 20,7  | 26,4  | 13,6  | 21,5 | 84,2  | 10,5 |
| Nikkei (Japonsko, v JPY)          | - 6,0  | 25,2  | 29,4  | - 4,5 | 72,9 | 159,3 | 34,7 |
| CSI 300 (Čína, v jüanoch)         | - 14,3 | - 7,5 | - 8,5 | 19,3  | 19,8 | 3,7   | 2,7  |

## INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

|                                                    |        |       |     |     |     |        |       |
|----------------------------------------------------|--------|-------|-----|-----|-----|--------|-------|
| 10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)          | - 11,1 | - 3,6 | 0,5 | 2,6 | 3,1 | - 9,5  | - 1,4 |
| Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)                | - 11,9 | - 9,0 | 2,6 | 0,6 | 0,2 | - 16,9 | 0,0   |
| EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)    | - 11,8 | - 6,8 | 3,9 | 2,5 | 0,8 | - 11,5 | 0,0   |
| EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR) | - 11,5 | - 1,5 | 6,6 | 5,3 | 1,8 | - 0,3  | 0,7   |

## VÝNOSY DLHOPISOV (ZMENA V BÁZICKÝCH BODOCH = 0,01 PERCENTUÁLNEHO BODU)

|                                                    |     |     |      |      |    |     |    |
|----------------------------------------------------|-----|-----|------|------|----|-----|----|
| 10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)          | 149 | 86  | 41   | 22   | 20 | 325 | 47 |
| Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)                | 143 | 137 | - 1  | 26   | 39 | 342 | 25 |
| EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)    | 161 | 133 | - 9  | 8    | 38 | 329 | 27 |
| EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR) | 261 | 118 | - 54 | - 35 | 46 | 333 | 31 |

## VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)

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

## KOMODITY (ZMENA V %)

|                                     |        |        |      |        |      |       |       |
|-------------------------------------|--------|--------|------|--------|------|-------|-------|
| Komoditný index (GSCI, v USD)       | - 4,7  | 12,7   | 22,7 | 37,3   | 18,0 | 113,9 | - 8,0 |
| Priemyselné kovy (GSCI, v USD)      | - 12,0 | 5,0    | 8,4  | - 0,1  | 28,7 | 28,6  | 7,1   |
| Zlato (v USD za uncu čistého zlata) | - 3,7  | 12,3   | 23,1 | 39,1   | 19,3 | 122,5 | - 7,2 |
| Ropa (Brent, v USD za barel)        | 30,5   | - 19,8 | 7,2  | - 17,6 | 18,4 | 10,7  | 36,9  |

**Zdroj:** Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 13. júlu 2026)

**Poznámka:** Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti.

V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu.





**UniCredit S.p.A.**  
Investment Institute UniCredit



**Adresa**  
Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Miláno



**E-mail**  
the-investment-institute@unicredit.eu  
**Online**  
[www.the-investment-institute.unicredit.eu](http://www.the-investment-institute.unicredit.eu)

### VEDENIE INŠTITÚTU

Fabio Petti, podpredseda

Edoardo Campanella,  
riaditeľ a šéfredaktor

### GENERÁTORI NÁPADOV

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,  
CIO, Taliansko

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Erik Haubold,  
CIO, Nemecko

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Martin Mayer,  
CIO, Rakúsko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,  
vedúci oddelenia  
makroekonomických  
analýz

### VEDÚCI REDAKTORI

Chiara Silvestre

Christian Stocker

### PRODUKCIA

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

# Právne oznámenia

## Glosár

Pojmy použité v správe sú k dispozícii na našej webovej stránke: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

## Marketingová komunikácia

Táto publikácia predstavuje marketingovú komunikáciu spoločností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank GmbH (ďalej spoločne len „skupina UniCredit“), je určená širokej verejnosti a poskytuje sa bezplatne len pre informáciu. Nepredstavuje investičné odporúčanie alebo poradenskú činnosť zo strany skupiny UniCredit, a už vôbec nie ponuku pre verejnosť akéhokoľvek druhu ani výzvu na nákup alebo predaj cenných papierov. Informácie uvedené v tomto dokumente nepredstavujú investičný prieskum ani finančnú analýzu, keďže okrem toho, že nemajú dostatočný obsah, neboli vypracované v súlade s právnymi požiadavkami určenými na podporu nezávislosti investičného prieskumu a nepodliehajú žiadnemu zákazu obchodovania pred šírením investičného prieskumu.

Skupina UniCredit vrátane všetkých spoločností v skupine môže mať špecifický záujem vo vzťahu k emitentom, finančným nástrojom alebo transakciám uvedeným v tejto publikácii. Príslušné informácie o záujmoch a stanoviskách skupiny UniCredit Group sú k dispozícii na adrese: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. Akékoľvek odhady a/alebo hodnotenia uvedené v tejto publikácii predstavujú nezávislý názor skupiny UniCredit a rovnako ako všetky informácie v nej uvedené sú poskytnuté v dobrej viere na základe údajov dostupných k dátumu publikácie a prevzatých zo spoľahlivých zdrojov, majú však čisto orientačnú hodnotu a môžu sa kedykoľvek po zverejnení zmeniť. Skupina UniCredit neposkytuje žiadne záruky ich úplnosti, správnosti a pravdivosti a nepreberá za ne žiadnu zodpovednosť. Zainteresované strany preto musia vykonávať svoje vlastné hodnotenia investícií úplne samostatne a nezávisle, pričom sa musia spoliehať výlučne na svoje vlastné úvahy o podmienkach na trhu a celkovo dostupných informáciách, a to aj v súlade so svojím rizikovým profilom a ekonomickou situáciou. Investície sú spojené s rizikom. Pred každou transakciou s finančnými nástrojmi si prečítajte príslušné ponukové dokumenty. Treba si tiež uvedomiť, že:

1. Informácie týkajúce sa minulej výkonnosti finančného nástroja, indexu alebo investičnej služby nenaznačujú budúce výsledky.
2. Ak je investícia denominovaná v inej mene, ako je mena investora, hodnota investície môže výrazne kolísať v závislosti od zmien výmenných kurzov a mať nežiaduci vplyv na ziskovosť investície.
3. Investície, ktoré ponúkajú vysoké výnosy, môžu po akomkoľvek znížení bonity podliehať značným cenovým výkyvom. V prípade bankrotu emitenta môže investor prísť o celý kapitál.
4. Investície s vysokou volatilitou môžu podliehať náhlym a značným poklesom hodnoty, pričom môžu v čase predaja generovať značné straty až do výšky celého investovaného kapitálu.
5. V prípade mimoriadnych udalostí môže byť pre investora ťažké predať alebo speňažiť určité investície alebo získať spoľahlivé informácie o ich hodnote.
6. Ak sa informácie týkajú konkrétneho daňového režimu, upozorňujeme, že daňový režim závisí od individuálnej situácie zákazníka a môže sa v budúcnosti zmeniť.
7. Ak sa informácie týkajú budúcich výsledkov, upozorňujeme, že nepredstavujú spoľahlivý ukazovateľ týchto výsledkov.
8. Diverzifikácia nezaručuje zisk ani ochranu pred stratou.

Skupina UniCredit nemôže byť žiadnym spôsobom zodpovedná za skutočnosti alebo škody, ktoré môžu komukoľvek vzniknúť pri použití tohto dokumentu, okrem iného vrátane škôd spôsobených v dôsledku strát, ušlého zisku alebo nerealizovaných úspor. Obsah publikácie – vrátane údajov, noviniek, informácií, obrázkov, grafiky, nákresov, značiek a názvov – vlastní skupina UniCredit. Pokiaľ nie je uvedené inak, vzťahuje sa naň autorské právo a zákon o priemyselnom vlastníctve. Neudeľuje sa žiadna licencia ani právo na používanie, a preto nie je dovolené reprodukovать tento obsah, úplne alebo čiastočne, na akomkoľvek médiu, kopírovať ho, publikovať a používať na komerčné účely bez predchádzajúceho písomného súhlasu skupiny UniCredit, s výnimkou prípadov, keď slúži len na osobné použitie.

E 25/1

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 13. júlu 2026.