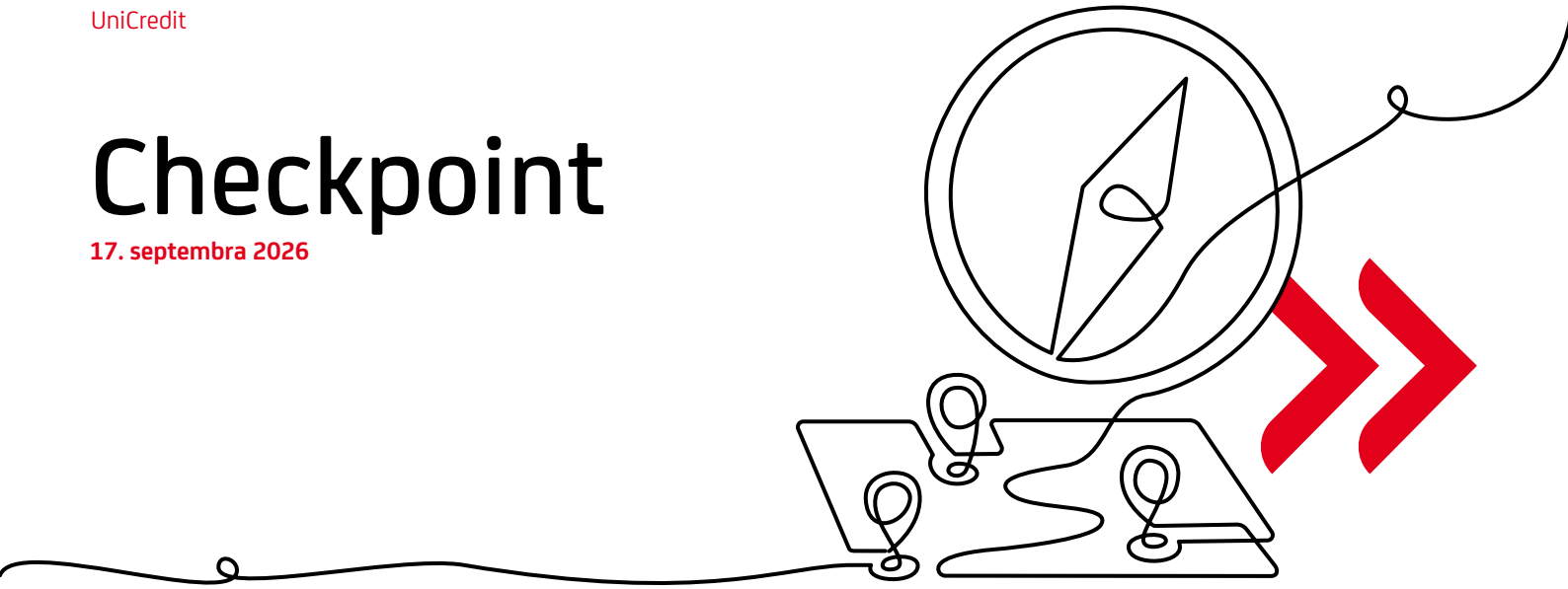
Investment Institute
UniCredit

Checkpoint

17. septembra 2026



Národné hlasovanie, globálne dôsledky

Americký prezident Donald Trump a izraelský premiér Benjamin Netanjahu boli v uplynulých 18 mesiacoch hlavnými témami v médiách. Ich úzke osobné a politické vzťahy boli kľúčovým prvkom nedávneho vývoja na Blízkom východe vrátane konfliktu s Iránom, ktorý prispel k regionálnej nestabilite a občasným výkyvom na finančných trhoch. Je iróniou, že obaja teraz čelia kľúčovým volebným skúškam, pričom voliči ich budú pravdepodobne posudzovať na pozadí pretrvávajúceho geopolitického napätia.

Októbrové voľby v Izraeli sa zdajú byť jednými z najdôležitejších za posledné roky. Prieskumy verejnej mienky poukazujú na veľmi roztrieštenú politickú scénu, v ktorej ani vládna koalícia, ani opozícia nemajú istotu, že získajú parlamentnú väčšinu. V dôsledku toho môžu voľby závisieť menej od výsledkov najväčších strán ako od následného procesu vytvárania koalícií. Bezpečnostné obavy zostávajú hlavnou témou, voliči sa však čoraz viac zameriavajú na ekonomické náklady dlhotrvajúceho regionálneho konfliktu. Ak by opozícia zvíťazila, zvýšila by sa pravdepodobnosť rýchlejšej cesty k zmierneniu vojenského napätia.

Na druhej strane Atlantiku budú americké voľby do Kongresu slúžiť ako referendum o Trumpovom prezidentskom mandáte a jeho hospodárskom programe. Z historického hľadiska úradujúci prezidenti často prichádzajú o kreslá v Kongrese počas volieb v polovici funkčného obdobia. Očakávame, že republikáni si udržia kontrolu nad Senátom, zatiaľ čo v Snemovni reprezentantov utrpia stratu. Takýto výsledok by obmedzil manévrovací priestor Trumpovej administratívy v oblasti fiškálnej politiky, obchodu a zahraničných vecí počas druhej polovice prezidentského funkčného obdobia. Mohlo by to tiež viesť k väčšiemu spoliehaniu sa na výkonné opatrenia, čím by sa otestovali hranice prezidentských právomocí v oblastiach, kde chýba podpora Kongresu. Vzhľadom na to, že FED napriek tlaku zo strany Bieleho domu začína nový cyklus sprísňovania menovej politiky, rastie riziko inštitucionálneho konfliktu.

Pre investorov by vzájomné prepojenie týchto dvoch volieb mohlo mať zásadný význam. Voľby v polovici funkčného obdobia mali v minulosti len obmedzený priamy vplyv na trhy, keďže najdôležitejšie politické iniciatívy vlády sa zvyčajne realizujú počas prvých dvoch rokov jej funkčného obdobia. V Izraeli by trhy pravdepodobne uvítali Netanjahuovu porážku, ak by viedla k zmierneniu geopolitického napätia a zníženiu inflačných tlakov vďaka nižším cenám energie. V takomto prípade by z toho mohli profitovať rizikové aktíva a americký dolár, zatiaľ čo výnosy dlhopisov by mohli klesnúť. Naopak, víťazstvo Netanjahua by mohlo viesť k udržaniu vyšších prémií kvôli geopolitickému riziku, čo by podporilo ceny ropy, zlata a ďalších defenzívnych aktív.

Fabio Petti
Podpredseda
Investment Institute

Edoardo Campanella
Riaditeľ a šéfredaktor
Investment Institute

NAŠA ALOKÁCIA AKTÍV 2

ČAS VOLIEB 3

Rozhovor s...
Michal Halperin

Téma: Voľby v polovici funkčného obdobia v USA:
vplyv na trh

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ 8

VÝVOJ NA TRHU 9

Šum a signál

- Akcie
- Cenné papiere s pevným výnosom
- Devízový trh
- Komodity

TABUĽKY S PROGNÓZAMI 15

Naša alokácia aktív

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

TRIEDA AKTÍV	ZOBRAZIŤ*	ODÔVODNENIE
Globálne akcie	=	**Svetové akciové trhy naďalej ťažia z odolnej hospodárskej aktivity, trvalých súkromných a verejných investícií a silnej dynamiky rastu ziskov. Solídny výnos od začiatku roka zvyšuje riziko realizácie ziskov v prípade prudkého nárastu dlhodobých výnosov.**
Americké akcie	=	Americké akcie naďalej ťažia zo silného rastu ziskov a investícií súvisiacich s umelou inteligenciou. Spoločnosti z odvetvia polovodičov naďalej patria medzi hlavných príjemcov prostriedkov v rámci cyklu investícií do umelej inteligencie, hoci sa okruh vedúcich hráčov na trhu postupne rozširuje. Neistotu, čo sa týka smerovania menovej politiky a výnosov amerických štátnych dlhopisov, je potrebné pozorne sledovať, keďže by mohla zvýšiť volatilitu akciových trhov.
Európske akcie	=	Európsky hospodársky rast zvládol energetickú krízu lepšie, než sa očakávalo, vyhliadky zostávajú pozitívne a trhy sa dobre prispôsobili očakávaniam ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb. Zloženie sektora prináša určitú podporu v kontexte rastúceho záujmu investorov o hodnotové akcie.
Akcie Tichomoria (rozvinuté trhy[1])	=	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 akcie v celom regióne, hoci sú aj naďalej závislé od vonkajších faktorov.
Akcie rozvíjajúcich sa trhov	+	Rozvíjajúce sa trhy zostávajú našou preferovanou oblasťou. Rast ziskov je poháňaný popredných výrobcami polovodičov na Taiwane a v Južnej Kórei, pričom ho podporuje štrukturálny dopyt v oblasti umelej inteligencie. Atraktívne valuácie a expozícia voči technologickému sektoru aj komoditám spolu s výrazným rastom ziskov tvoria základ pre pozitívne strednodobé vyhliadky.
Globálne dlhopisy	=	**Vysoká inflácia a neistota, pokiaľ ide o stimulačné opatrenia menovej politiky, predstavujú riziká rastu dlhodobých výnosov a naznačujú, že je potrebné zachovať opatrný prístup k dĺžke portfólia. Carry trades sú naďalej žiadané napriek zníženým úrovniam rozpätí. Objavujú sa zaujímavé príležitosti v súvislosti s emitentmi a menami z rozvíjajúcich sa trhov.**
Štátne dlhopisy (EMÚ)	=	Očakáva sa, že ECB v tomto roku ešte raz zvýši úrokové sadzby, zatiaľ čo ceny energií naďalej vyvíjajú tlak na výnosy. Krátkodobá a strednodobá časť krivky ponúka zaujímavé možnosti carry trades s obmedzeným rizikom trvania.
Štátne dlhopisy (mimo EMÚ)	−	Neistota týkajúca sa smerovania menovej politiky FED-u, veľkorysých fiškálnych opatrení a pretrvávajúcej inflácie by mohla v USA naďalej udržiavať v centre pozornosti prehodnocovanie termínových prémií. Riziko rastu dlhodobých výnosov by mohlo byť sprevádzané tlakom na americký dolár, čo by ešte viac znížilo atraktívnosť amerických štátnych dlhopisov.
Podnikové dlhopisy (investičný stupeň denominovaný 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 aj počas nedávnej volatility na trhu, a to vďaka solídnym fundamentálnym ukazovateľom.
Podnikové dlhopisy (HY)	−	Súčasné rozpätia neponúkajú významnú výnosnosť upravenú o riziko vzhľadom na pozitívnu koreláciu s akciovými trhmi v prípade korekcie.
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)	=	Po niekoľkých štvrťrokoch 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 naše očakávanie postupného a kontrolovaného oslabovania amerického dolára, podporené zmenami v alokácii globálnych rezerv a slabnúcou výnimočnosťou USA, posilňujú našu dôveru vo vyhliadky tejto triedy aktív.
Peňažné trhy	=	**Keďže táto trieda aktív ponúka obmedzený potenciál reálneho výnosu, zachovávame neutrálny postoj.**
Alternatívy	=	**Alternatívne stratégie naďalej prinášajú výhody v podobe diverzifikácie. Silnejší rast v niektorých tradičných triedach aktív a zvýšené ocenenia v niektorých častiach segmentu alternatívnych investícií však podporujú zachovanie neutrálneho postoja.**
Bitcoin	=	Bitcoin zaznamenal výrazný nárast, pričom mu pomohli lepšie podmienky likvidity, silný prílev prostriedkov do ETF a obnovený inštitucionálny dopyt. Naďalej pretrváva neistota v oblasti regulácie a volatilita zostáva na vysokej úrovni. Konštruktívny strednodobý výhľad však podporuje priaznivá likvidita trhu, čoraz širšie využívanie a rastúce trendy v oblasti tokenizácie.
Komodity	=	**Komoditné trhy ovplyvňuje geopolitické napätie, narušenia dodávok a stabilný dopyt. Klesajúce zásoby a napätá situácia na trhoch s výrobkami podporujú základné ekonomické ukazovatele. Vzhľadom na zvýšené ceny a neistotu, čo sa týka globálneho rastu, je však namieste zaujať neutrálny postoj.**
Ropa	=	Ceny ropy vzrástli, keďže rastúce napätie medzi USA a Iránom a obavy o lodnú dopravu cez Hormuzský prieliv zvýšili obavy o dodávky. Vyššie prémie za geopolitické riziko, klesajúce zásoby a napätejšie trhy s produktmi podporili základné ekonomické ukazovatele. Pomalšia normalizácia dodávok z Blízkeho východu bude pravdepodobne v najbližšom období tlačiť na rast cien.
Zlato	=	Zlato naďalej ťaží z nákupov centrálnych bánk, oživenia prílevu prostriedkov do ETF, dopytu po diverzifikácii portfólií a obáv o fiškálnu udržateľnosť. Hoci vyššie úrokové sadzby v USA a výnosy štátnych dlhopisov naďalej predstavujú prekážku, riziká súvisiace s dlhom a slabší americký dolár poskytujú kompenzačnú podporu. Naše stanovisko zostáva neutrálne až mierne optimistické.

K 14. septembru 2026; 1. Rozvinuté trhy: Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur

* ZOBRAZIŤ: + Prevážené = Neutrálne − Podvážené

Čas volieb v Izraeli

Autor: Edoardo Campanella
Riaditeľ a šéfredaktor, Investment Institute



Rozhovor s... Michal Halperinom

Bývalá generálna riaditeľka Izraelského úradu pre hospodársku súťaž, sociálna podnikateľka a členka predstavenstva Banky Hapoalim.

Edoardo Campanella: Aká väčšina (ak vôbec nejaká) podľa vás z týchto volieb vzíde?

Michal Halperin: Je ťažké predpovedať, kto získa väčšinu. Izraelská spoločnosť je čoraz viac polarizovaná, a preto len veľmi málo ľudí vidí celkový obraz alebo skutočné trendy. Rôzne médiá zverejňujú veľmi odlišné prieskumy verejnej mienky, ktoré zodpovedajú ich politickým zámerom. Nemám žiadny dôvod veriť prieskumom jednej strany viac ako tej druhej. Konečný výsledok závisí hlavne od dvoch veľkých neznámych. Po prvé, ako bude hlasovať ultraortodoxná komunita a aká bude jej volebná účasť? Po druhé, ako budú hlasovať arabskí občania a do akej miery sa budú angažovať vo voľbách?

Edoardo Campanella: Do akej miery je izraelská spoločnosť polarizovaná a aký vplyv na ňu môžu mať voľby?

Michal Halperin: Izraelská spoločnosť je mimoriadne polarizovaná. Volebná kampaň len zdôrazňuje existujúce rozpory. Dnes sa Izraelčania vo svojom hlasovaní rozchádzajú hlavne v jednej dôležitej otázke: či ponechať súčasného premiéra a koalíciu pri moci, alebo ich nahradiť novou vládou. Bolo niekoľko pokusov o založenie centristických strán. Tieto strany sa snažili vytvoriť program, ktorý by oslovil voličov tak z radov vládnej strany, ako aj opozície. Nepodarilo sa im však získať dostatočnú podporu verejnosti. Väčšina z týchto nových strán už z volebného súboja vypadla a tie, ktoré zostali, sa pravdepodobne čoskoro stiahnu. Toto rozdelenie zostáva nezmenené.

Edoardo Campanella: Ako sa podľa vás bude vyvíjať politika Izraela voči Blízkemu východu?

Michal Halperin: Nezávislá izraelská politika voči Blízkemu východu už neexistuje. Izrael v podstate stratil schopnosť prijímať autonómne rozhodnutia v oblasti zahraničnej politiky, keď sa k moci dostala Trumpova administratíva. Vzhľadom na túto závislosť neočakávam, že výsledky volieb podstatne ovplyvnia strategické správanie Izraela v celom regióne. Nadchádzajúce voľby sa však považujú za kľúčové pre budúcnosť Izraela, a to hlavne kvôli vnútroštátnym otázkam. Medzi najvýznamnejšie patria: **1.** Bude násilie zo strany židovských extrémistov na Západnom brehu pokračovať s tichou podporou armády, alebo úrady konečne zastavia osadníkov? **2.** Bude ultraortodoxná komunita naďalej oslobodená od výučby základných predmetov, ako sú matematika, angličtina, občianska náuka a prírodné vedy, a bude aj naďalej oslobodená od vojenskej služby? **3.** Dôjde k oslabeniu kľúčových inštitúcií, ako sú Najvyšší súd a generálny prokurátor, čím budú ohrozené základy izraelskej demokracie? **4.** Bude izraelská spoločnosť ochotná priamo sa vyrovnať s katastrofou zo 7. októbra a zriadiť nezávislú, komplexnú vyšetrovaciu komisiu, aby sa zistilo, ako mohlo k tejto katastrofe vôbec dôjsť?

Edoardo Campanella: Vidíte riziko, že by sa Izrael mohol v priebehu času izolovať a stratiť podporu Európy a USA?

Michal Halperin: Áno. Toto je hlavné riziko, ktorému bude Izrael čeliť, ak radikálne nezmení svoje správanie. Izrael už teraz čelí izolácii v kľúčových oblastiach, medzi ktoré patrí akademická spolupráca, zahraničné investície a exportné trhy. Ak súčasná politika bude pokračovať, budú z toho plynúť ďalšie závažné dôsledky. Vzdelané elity môžu emigrovať do iných krajín – ide o únik mozgov, ktorý sa už začal. Na vnútroštátnej úrovni bude izraelská demokracia naďalej slabnúť, čo povedie k utláčaniu menšín a k rozpadu profesionálnej štátnej správy.

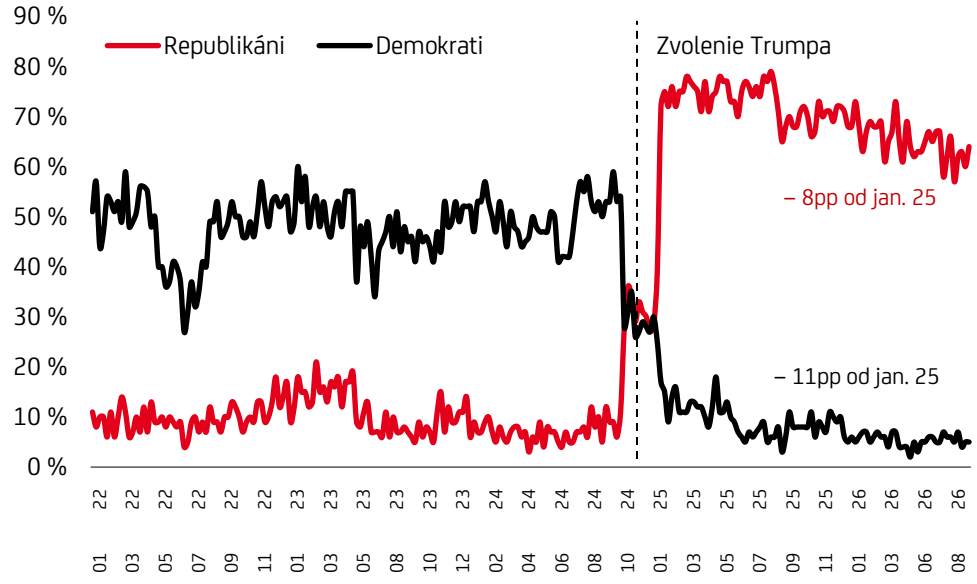
Voľby v polovici funkčného obdobia v USA: vplyv na trh

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

Situácia okolo amerických volieb v polovici funkčného obdobia sa vyostruje a mohla by zvýšiť volatilitu na trhoch

Voľby v polovici funkčného obdobia v USA sa uskutočnia v utorok 3. novembra. V týchto voľbách sa bude bojovať o všetkých 435 kresiel v Snemovni reprezentantov a 33 kresiel v Senáte. V súčasnosti majú republikáni väčšinu v oboch komorách, a to v Senáte v pomere 53 ku 47 (vrátane dvoch nezávislých senátorov, ktorí sa pripájajú k demokratom) a v Snemovni reprezentantov v pomere 219 ku 214 (vrátane jedného nezávislého poslanca, ktorý sa pripája k republikánom, a dvoch neobsadených kresiel). Demokrati preto musia získať štyri kreslá v Senáte a dosiahnuť čistý prírastok štyroch kresiel v Snemovni reprezentantov, aby získali väčšinu. Kreslá v Senáte, o ktoré sa tento rok uchádzajú kandidáti, sa sústreďujú v štátoch, ktoré sú celkovo menej priaznivé pre demokratov. Preto je pravdepodobnosť, že demokrati získajú väčšinu v Snemovni reprezentantov, vyššia ako v Senáte. Stávkové trhy a poprední politickí analytici považujú demokratov za jasných favoritov na získanie väčšiny v Snemovni reprezentantov, zatiaľ čo v Senáte je výsledok stále neistý. Hoci politické prostredie zostáva veľmi stranícky rozdelené a polarizované, pričom demokrati a republikáni vnímajú súčasný smer krajiny úplne odlišne, podpora republikánskej politiky vykazuje klesajúci trend od začiatku Trumpovho druhého funkčného obdobia.

GRAF 1.1: PRIESKUMY VEREJNEJ MIENKY ODRÁŽAJÚ VEĽMI POLARIZOVANÚ ATMOSFÉRU
PODIEL RESPONDENTOV, KTORÍ SÚHLASIA S TÝM, ŽE KRAJINA SMERUJE SPRÁVNYM SMEROM

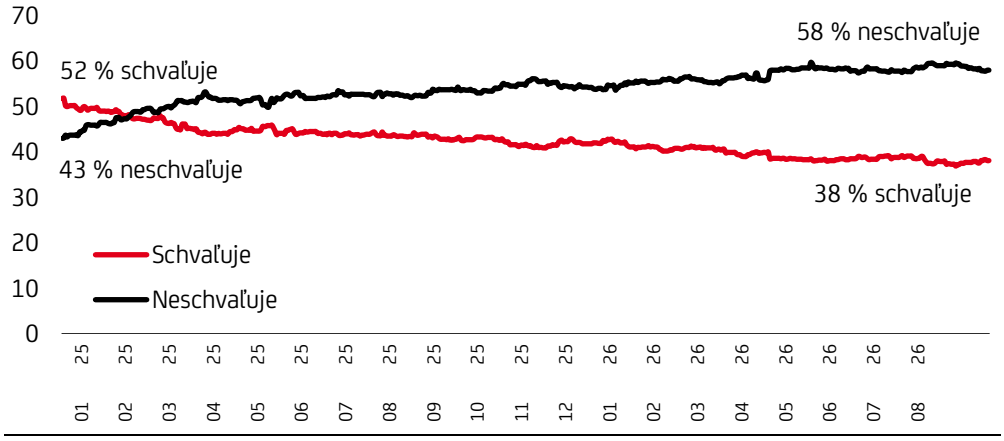


Zdroj: Yougov, Investment Institute UniCredit

Dôležitým faktorom, ktorý prispieva k zvýšenej pravdepodobnosti, že demokrati opäť získajú väčšinu v Kongrese, je rastúca nespokojnosť voličov s politikou republikánov a jej vplyvom na životné náklady. Z nedávneho prieskumu agentúry Reuters/Ipsos vyplynulo, že 36 % voličov dôveruje demokratom v otázkach životných nákladov, zatiaľ čo republikánom dôveruje 28 % voličov. Pred rokom mali republikáni tesný náskok – 34 % respondentov uprednostňovalo republikánov a 33 % demokratov. Nespokojnosť s tým, ako republikáni riadia ekonomiku, sa odráža v klesajúcej popularite Trumpa.

GRAF 1.2: TRUMPOVA POPULARITA OD INAUGURÁCIE NEUSTÁLE KLESÁ

POPULARITA PREZIDENTA



Zdroj: *New York Times* – priemer denných prieskumov, Investment Institute UniCredit

V posledných voľbách vládnuca strana zvyčajne strácala pozície v Kongrese počas volieb v polovici funkčného obdobia, keďže voliči boli sklamaní nesplnenými predvolebnými sľubmi. Popularita prezidenta je kľúčovým ukazovateľom úspechu v týchto voľbách. Od začiatku tisícročia sa stalo len raz, že strana prezidenta získala vo voľbách v polovici funkčného obdobia ďalšie kreslá v Snemovni reprezentantov – a to v roku 2002, keď bola miera popularity Georgea W. Busha v dôsledku počiatočnej reakcie na teroristické útoky z 11. septembra vysoko nad hranicou 50 %. Bush čelil v roku 2006 negatívnej reakcii, keď sa pozornosť voličov opäť presunula na ekonomiku. Demokrati čelili v roku 2010 vlne odporu v dôsledku pretrvávajúcej nespokojnosti s hospodárskou situáciou po finančnej kríze a kontroverzií okolo zákona o dostupnej zdravotnej starostlivosti. Nízka miera popularity Trumpa počas jeho prvého funkčného obdobia sa zhodovala s výraznými stratami v Snemovni reprezentantov, hoci republikáni zaznamenali mierny nárast v Senáte. Trumpova popularita je v súčasnosti výrazne nižšia ako v roku 2018, čo zvyšuje pravdepodobnosť, že republikáni v novembri utrpia výrazné straty v doplňovacích voľbách.

SCHOPNOSŤ PREZIDENTA A VÝSLEDKY VOLIEB V POLOVICI FUNKČNÉHO OBDOBIA

Voľby	Prezident	Podpora tesne pred voľbami	Zmena zastúpenia prezidentskej strany v Snemovni reprezentantov	Zmena zastúpenia prezidentskej strany v Senáte
2022	Biden (D)	~ 44 %	– 9 kresiel	+ 1 kreslo
2018	Trump (R)	~ 41 %	– 41 kresiel	+ 2 kreslá
2014	Obama (D)	~ 42 %	– 13 kresiel	– 9 kresiel
2010	Obama (D)	Približne 45 %	– 63 kresiel	– 6 kresiel
2006	G.W. Bush (R)	Približne 38 %	– 30 kresiel	– 6 kresiel
2002	G.W. Bush (R)	~ 63 %	+ 8 kresiel	+ 2 kreslá

Zdroj: Gallup, Kalifornská univerzita v Santa Barbare „The American Presidency Project“, Investment Institute UniCredit

Existujú tri možné výsledky volieb v polovici funkčného obdobia. Vzhľadom na súčasnú politickú dynamiku, o ktorej sme hovorili vyššie, považujeme tretí výsledok (zachovanie súčasného stavu) za najmenej pravdepodobný. Z pohľadu trhu neboli americké voľby v polovici funkčného obdobia v minulosti významným faktorom ovplyvňujúcim vývoj na trhu. Počas posledných desiatich volebných cyklov nevykazovali výnosy amerických štátnych dlhopisov, americký dolár ani akcie v súvislosti s touto udalosťou žiadny konzistentný vývoj, pričom trhové trendy boli vo všeobecnosti ovplyvňované skôr menovou politikou, ekonomickými fundamentmi a ziskami spoločností ako politickými výsledkami. Hoci súčasnú situáciu charakterizuje väčšia politická neistota než zvyčajne, voľby stále vnímame skôr ako potenciálny zdroj krátkodobej volatility než ako rozhodujúci strednodobý katalyzátor vývoja na trhu.

Pozrime sa na tieto tri rôzne scenáre podrobnejšie:

1. **Základný scenár: Demokrati získajú väčšinu v Snemovni reprezentantov, nie však v Senáte.** V tomto scenári je dôležitá veľkosť väčšiny, keďže tesná väčšina by demokratickej opozícii poskytla len obmedzený manévrovací priestor a vzhľadom na súčasné očakávania by sa mohla vnímať ako neuspokojivý výsledok. Snemovňa má značnú kontrolu nad štátnymi financiami a pravdepodobne by sa postavila proti akýmkoľvek nákladným plánom na oživenie ekonomiky alebo výraznému zvýšeniu vojenských výdavkov, ak by to prinieslo výhody republikánskym kandidátom vo voľbách v roku 2028. Demokrati by mohli začať vyšetrovania týkajúce sa minulých politických opatrení a posilniť dohľad nad činnosťou výkonnej moci, čo by si vyžiadalo administratívne a politické zdroje. Neočakávame, že demokratická Snemovňa reprezentantov by bola schopná zvrátiť kľúčové opatrenia, ktoré už boli prijaté (napr. zrušenie ciel alebo ukončenie konfliktu v Iráne). To by však výrazne obmedzilo voľnosť Trumpovej administratívy pri zavádzaní nových významných politických opatrení a poskytlo by to demokratom vyšetrovacie právomoci voči prezidentovej administratíve a rodine, ktoré im chýbali v období, keď Snemovňu reprezentantov ovládali republikáni.

   ➔ **Vplyv na trh:** Takýto scenár by pravdepodobne mierne podporil americké štátne dlhopisy, keďže prísnejšia kontrola fiškálnych výdavkov by mohla zmierniť obavy týkajúce sa deficitu a dlhu. Na americký dolár by to malo mierne pozitívny vplyv, čo by odrážalo očakávania väčšej fiškálnej disciplíny. Legislatívna patová situácia by pravdepodobne pôsobila ako stabilizujúci faktor pre akcie, keďže by znížila riziko významných politických prekvapení a umožnila by investorom opäť sa sústrediť na hospodársky rast, zisky, infláciu a politiku FED-u.

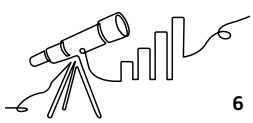
2. **Rizikový scenár 1: Demokrati získajú väčšinu v Snemovni reprezentantov aj v Senáte.** Väčšina demokratov by bola tesná a nedokázala by prelomiť prezidentské veto, ich schopnosť postaviť sa proti politike Trumpovej administratívy by sa však posilnila. Väčšina v Senáte by demokratom umožnila blokovať, odkladať alebo ovplyvňovať kľúčové personálne menovania do Najvyššieho súdu a Federálneho rezervného systému. V tomto scenári vidíme potenciál pre väčšiu volatilitu na trhu, keďže Trump by mohol mať sklon kompenzovať svoje oslabujúce sa politické postavenie kontroverznými výkonnými nariadeniami alebo krokmi na medzinárodnej scéne, ktoré udržia jeho politiku pevne v centre pozornosti.

   ➔ **Vplyv na trh:** Prísnejšie obmedzenia v rámci politického programu vlády by mohli posilniť očakávania týkajúce sa fiškálnej disciplíny a podporiť náladu na trhu vo všetkých triedach aktív. Investori sa však môžu obávať aj konfrontačnejšieho politického prostredia a rizika nepredvídateľných politických krokov zo strany Trumpa. Takáto neistota by mohla mierne negatívne ovplyvniť výnosy štátnych dlhopisov v dôsledku vyšších rizikových prémií a vyvolať krátkodobú volatilitu na akciových trhoch. To by americkému doláru nepomohlo. Obavy z napadnutého výsledku volieb by mohli tieto negatívne vplyvy na náladu ešte zosilniť.

3. **Rizikový scenár 2: Republikáni si udržia kontrolu nad Snemovňou reprezentantov a Senátom:** Takýto scenár by posilnil Trumpovu kontrolu nad Republikánskou stranou a nad celonárodnou agendou v období pred volebným cyklom v roku 2028. Potvrdilo by sa tiež jeho postavenie ako kľúčovej osobnosti v nadchádzajúcom volebnom cykle a jeho vplyv na politiku republikánov.

   ➔ **Vplyv na trh:** V prípade amerických štátnych dlhopisov by vplyv bol pravdepodobne neutrálny, keďže súčasný rámec menovej politiky by zostal z veľkej časti nezmenený. Americký dolár by mohol zostať pod určitým tlakom, ak investori budú tento výsledok spájať s pokračujúcou fiškálnou expanziou a vyššími deficitmi. Akcie by pravdepodobne uvítali zníženú politickú neistotu a kontinuitu hospodárskych politík, hoci vplyv na trh by v konečnom dôsledku závisel skôr od vyhliadok na rast, zisky a menovú politiku než od samotného výsledku volieb.

Celkovo budú dôsledky volieb na trh do veľkej miery závisieť od toho, či bude ich výsledok vnímaný ako signál väčšej fiškálnej disciplíny, čo by malo pozitívny vplyv na finančné aktíva a americký dolár, alebo ako signál väčšej politickej neistoty a nepredvídateľnej zahraničnej politiky, čo by malo negatívny vplyv na trhy a americký dolár. Napriek tomu očakávame, že menová politika FED-u bude naďalej hlavným hnacím motorom výnosov štátnych dlhopisov, že rozdiely v úrokových sadzbách zostanú kľúčovým faktorom ovplyvňujúcim kurz amerického dolára a že hospodársky rast a zisky spoločností budú aj naďalej určovať vývoj na akciových trhoch. **Voľby je najlepšie vnímať skôr ako udalosť vyvolávajúcu volatilitu, než ako zásadný zlom** na finančných trhoch.



Makroekonomický vývoj

Autori: Jonathan Schroer, Marco Valli

1 ECB ešte neskončila

10. septembra ECB pristúpila k všeobecne očakávanému zvýšeniu úrokových sadzieb o 25 bázických bodov, čím zvýšila úrokovú sadzbu na vklady na 2,50 %. Táto úroveň zodpovedá hornej hranici odhadovaného rozpätia neutrálnej úrokovej sadzby podľa ECB. Nové makroekonomické prognózy ECB a tón tlačovej konferencie sa niesli v jastrabom duchu. Inflačný šok pretrváva dlhšie, než ECB pôvodne predpokladala, keďže vyššie ceny energií pravdepodobne udržia celkovú infláciu výrazne nad cieľovou hodnotou počas prvého polroka 2027, pričom návrat k úrovni 2 % sa očakáva až koncom roka 2027. Hospodárstvo eurozóny pritom vykazuje väčšiu odolnosť, než sa očakávalo, a to vďaka zvýšeným výdavkom na infraštruktúru a obranu, väčšiemu príspevku investičnej činnosti súvisiacej s umelou inteligenciou a pokračujúcemu, hoci miernemu, rastu súkromnej spotreby. V tomto prostredí sa centrálna banka môže plne sústrediť na riziká pre inflačný výhľad, ktoré naďalej smerujú nahor, keďže ceny energií sa neustále zvyšujú. Z toho vyplýva, že sprísňovanie menovej politiky sa pravdepodobne ešte neskončilo. Pokiaľ nedôjde k rýchlej a výraznej korekcii cien energie alebo pokiaľ hospodárska aktivita nebude vystavená významnému tlaku, ECB pravdepodobne pristúpi k ďalšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb. Predpokladáme, že v decembri dôjde k aspoň jednému zvýšeniu o 25 bázických bodov, čím by sa sadzba na vklady dostala na úroveň 2,75 %.

2 FED sa vrátil k politike zvyšovania úrokových sadzieb

Na svojom septembrovom zasadnutí FED zvýšil úrokové sadzby o 25 bázických bodov, čím posunul cieľový rozsah sadzby federálnych fondov na 3,75 – 4,00 %. Toto jednomyseľné rozhodnutie bolo dôležitým pozitívnym signálom pre dôveryhodnosť predsedu Warsha a vo všeobecnosti aj pre FOMC, a to v čase, keď hospodársky rast zostáva stabilný, trh práce funguje v podmienkach plnej zamestnanosti a inflačné tlaky sú naďalej vysoké. Bolo to zvýšenie úrokových sadzieb v duchu tvrdého postoja. Očakávania FOMC týkajúce sa úrokových sadzieb sa posunuli smerom nahor, keďže výbor mierne zlepšil svoje hodnotenie hospodárskeho rastu a situácie na trhu práce a zároveň mierne revidoval smerom nahor svoje prognózy týkajúce sa celkovej aj jadrovej inflácie meranej indexom PCE. Warsh označil zvýšenie sadzby za „zníženie miery vychádzania v ústrety“. Toto znenie naznačuje, že menová politika zostáva aspoň do určitej miery uvoľnená aj po poslednom zvýšení úrokových sadzieb a nedávnom výraznom posune výnosovej krivky smerom nahor. Inými slovami, FOMC sa zhoduje na tom, že súčasné finančné podmienky nevyvíjajú dostatočný tlak na zníženie inflácie, čo posilňuje argumenty v prospech ďalšieho sprísňovania menovej politiky, ak sa inflačné riziká neznížia. Celkovo je nepravdepodobné, že by FED so zvyšovaním úrokových sadzieb už skončil. Očakávame, že v decembri dôjde k ďalšiemu zvýšeniu o 25 bázických bodov, po ktorom bude nasledovať dlhšie obdobie, počas ktorého zostanú úrokové sadzby nezmenené.

3 Ceny plynu neustále rastú, čo prispieva k inflácii

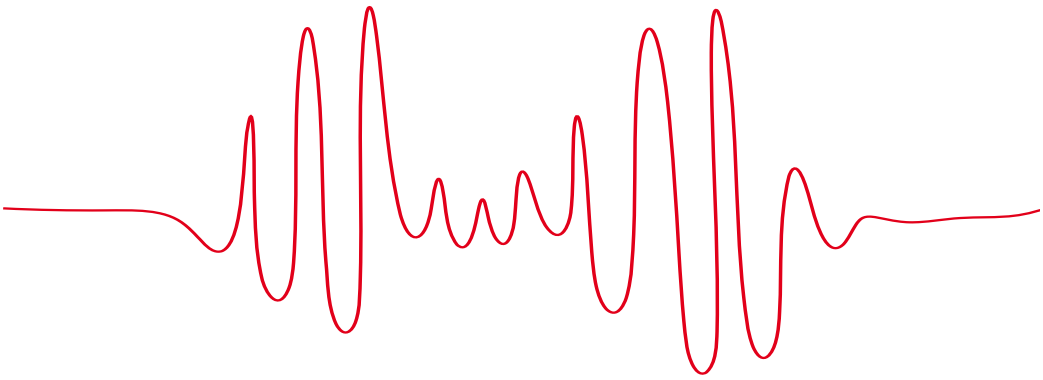
Európsky trh s plynom sa ocitol pod značným tlakom v dôsledku eskalácie napätia medzi USA a Iránom. Od začiatku septembra sa referenčná cena plynu TTF prudko zvýšila zo 70 EUR/MWh na viac ako 80 EUR/MWh, čo vyvolalo obavy z rastu inflácie v celej ekonomike. Hoci hlavným faktorom ovplyvňujúcim ceny bolo obnovenie vojenských operácií, pomalé doplňovanie zásob plynu v Európe pred zimnou vykurovacou sezónou vyvoláva obavy z nedostatku dopytu, keďže prevádzkovatelia plynových sietí sa s oneskorením snažia prebiť ponuky konkurentov, aby do 1. novembra splnili cieľ naplniť zásobníky na 80 %. Hoci je možné tento cieľ za výnimočných trhových podmienok znížiť na 75 %, dosiahnutie aj tohto nižšieho cieľa bude náročné. Nízke zásoby by mali v nadchádzajúcich mesiacoch udržiavať trh v napätí, najmä ak budú zimné teploty podpriemerné. Ďalšie informácie nájdete v našom článku „Krátky prehľad“ uverejnenom 10. septembra s názvom „Čas vypršal: Zimné doplňovanie zásob plynu v Európe sa dostáva do rozhodujúcej fázy“.

Vývoj na trhu

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

Šum...

Ceny ropy a zemného plynu prudko vzrástli v dôsledku pretrvávajúceho konfliktu medzi USA a Iránom a s ním súvisiaceho faktického uzavretia Hormuzského prielivu. Rozšírenie konfliktu do úžiny Bab el Mandeb, ktorá je spolu so Suezským prieplavom mimoriadne dôležitá pre dodávateľské reťazce medzi Európou a Áziou, vyvoláva obavy z inflácie. Okrem toho skutočnosť, že výnos 10-ročných amerických štátnych dlhopisov dosiahol hranicu 5 %, čo je najvyššia úroveň od roku 2007, vyvolala nové obavy o udržateľnosť verejného dlhu USA.



... a signál

Najnovší vývoj v Iráne a na Arabskom polostrove naznačuje, že geopolitika bude aj v nasledujúcich týždňoch hrať kľúčovú úlohu a ovplyvňovať očakávania týkajúce sa cien energií, inflácie a politiky centrálnych bánk. Napriek tomu sa celosvetový hospodársky rast zatiaľ ukazuje ako odolný, hoci mierny, a podporujú ho investície do obrany, infraštruktúry a umelej inteligencie. Nedávny nárast cien ropy a zemného plynu a neistota, čo sa týka konfliktu medzi USA a Iránom, však vytvárajú riziko stagflácie. Okrem toho budú pravdepodobne ďalším zdrojom volatility aj novembrové voľby v polovici funkčného obdobia v USA. Najnovšie údaje o inflácii a reštriktívny postoj hlavných centrálnych bánk nás viedli k aktualizácii našich prognóz tak, aby zohľadňovali výraznejšie sprísňovanie menovej politiky zo strany FED-u a ECB, a k revízii našich odhadov výnosov smerom nahor. Celkovo si zachovávame konštruktívny výhľad na globálne akciové trhy, pričom rozvíjajúce sa trhy naďalej zostávajú našou preferovanou oblasťou, a to vďaka atraktívnym valuáciám a významnej expozícii voči kľúčovým témam dlhodobého rastu. Mierny, no pozitívny výhľad rastu by mal podporiť podnikové úvery, ktoré však vzhľadom na nízke úrovne rozpätí naďalej zostávajú orientované na carry trades. V súčasných trhových podmienkach zachovávame opatrný postoj voči americkým štátnym dlhopisom, zatiaľ čo voči (kľúčovým) európskym štátnym dlhopisom zaujímame skôr neutrálny postoj. Neistota, čo sa týka inflačných vyhliadok, a riziká nárastu ponuky štátnych a podnikových dlhopisov si vyžadujú opatrnosť pri predlžovaní durácie. Hoci vyššie úrokové sadzby môžu obmedziť potenciál rastu ceny zlata, riziká súvisiace s fiškálnou politikou a zadlžením spolu so slabším americkým dolárom by mali pomôcť vyvážiť tieto nepriaznivé vplyvy, a preto sme našu prognózu na koniec roka mierne zvýšili.

Akcie

Základné faktory naďalej podporujú akciový trh

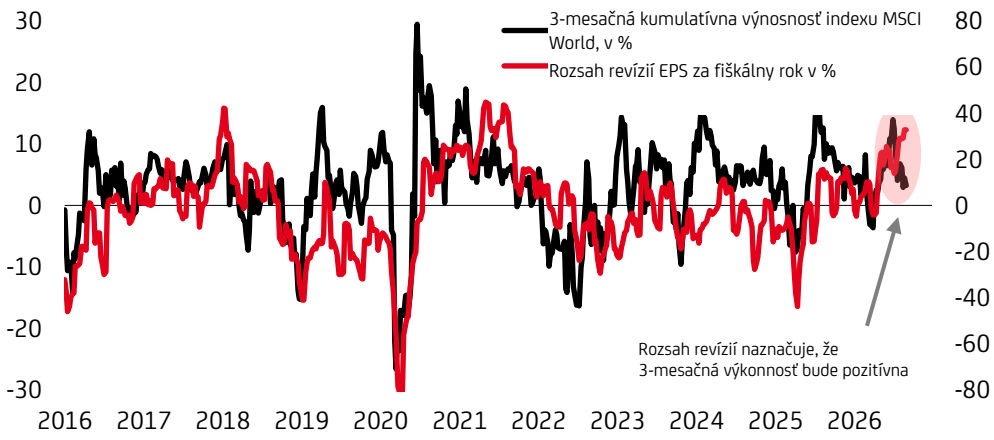
Naďalej si zachovávame konštruktívny výhľad na globálne akciové trhy, pričom rozvíjajúce sa trhy zostávajú našou preferovanou oblasťou, čo je podložené atraktívnymi oceneniami a významnou expozíciou voči kľúčovým témam dlhodobého rastu. Zároveň európske akcie čoraz viac spochybňujú dlhodobo zaužívané predpoklady investorov. Rast ziskov sa zrýchľuje, ziskovosť sa zlepšuje a výkonnosť na trhu je lepšia, než sa všeobecne predpokladá. Hoci Európa naďalej čelí štrukturálnym výzvam v oblasti inovácií, politiky a alokácie kapitálu, kombinácia stabilných ziskov, atraktívnych ocenení a silnej tvorby hotovosti z nej robí čoraz lákavejší región z hľadiska diverzifikácie. Naopak, vzhľadom na riziko ďalšieho rastu úrokových sadzieb na kapitálových trhoch sa dlhodobá dominancia amerických technologických akcií s veľkou trhovou kapitalizáciou v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne zmierni. V tejto súvislosti vidíme rastúci potenciál rastu v sektoroch financií a priemyslu na amerických aj európskych trhoch.

Po rokoch, počas ktorých dominovali technológie, sa objavujú náznaky, že jej vedúca pozícia na trhu v USA sa možno rozširuje. Rastúce dlhodobé úrokové sadzby sa stávajú prekážkou pre rastové akcie, keďže vyššie diskontné sadzby znižujú súčasnú hodnotu budúcich ziskov a obmedzujú potenciál rastu ich valuácie. Zároveň však bezprecedentný rozsah investícií do umelej inteligencie vyvíja tlak na tvorbu voľných peňažných tokov v niekoľkých popredných amerických technologických spoločnostiach. To však neznamená, že tento sektor nebude naďalej dosahovať kladné výnosy. Skôr to naznačuje vyváženejšie trhové prostredie, v ktorom k celkovému výkonu prispieva širšie spektrum odvetví. V tejto súvislosti by index S&P 500 Equal Weight mohol mať dobré predpoklady na to, aby dosiahol lepšie výsledky ako tradičný index S&P 500 vážený trhovou kapitalizáciou, ktorého výnosy sú naďalej výrazne sústredené v malom počte technologických gigantov.

Európske akcie vstupujú do priaznivejšej fázy. Po niekoľkých rokoch, počas ktorých vývoj ziskov vo veľkej miere stagnoval, vykazuje dynamika ziskov podnikov jasné známky zlepšenia, čo podporuje postupné oživenie európskej ekonomiky. Zároveň rastúce výnosy vytvárajú priaznivé podmienky pre sektory zamerané na hodnotu, ktoré predstavujú významný podiel na európskom trhu. Vzhľadom na odvetvové zloženie európskeho trhu sa zdá, že tento región má obzvlášť dobré predpoklady na to, aby profitoval z rozsiahlejšej rotácie na trhu a oživenia hospodárskej aktivity. Podľa nášho názoru predstavuje kombinácia zrýchľujúceho sa rastu ziskov, priaznivejšieho makroekonomického prostredia a orientácie na hodnotové akcie v Európe presvedčivý argument v prospech európskych akcií.

GRAF 2.1: REVÍZIE ZISKOV NAZNAČUJÚ SILNÉ VÝSLEDKY V 4. ŠTVRŤROKU 2026

HLAVNÝM HNACÍM MOTOROM VÝNOSOV NA AKCIOVÝCH TRHOCH SÚ REVÍZIE ZISKOV SMEROM NAHOR



Zdroj: LSEG Datastream, Investment Institute UniCredit
Poznámka: Rozsah revízií zisku na akciu za fiškálny rok: (počet kladných revízií – počet záporných revízií)/celkový počet revízií

Cenné papiere s pevným výnosom

Štátne dlhopisy: naďalej je namieste opatrný prístup

Obnovené napätie na Blízkom východe spôsobilo rast cien ropy a zemného plynu, čo počas leta opäť vyvolalo predajný tlak na štátne dlhopisy. K tomu sa pridali rastúce obavy, že emisie súvisiace s umelou inteligenciou by mohli vytlačiť štátne dlhopisy, čím by sa zintenzívnila konkurencia o kapitál a v konečnom dôsledku by to viedlo k nárastu reálnych výnosov. Okrem toho tvrdé vyjadrenia predsedu FED-u Kevina Warsha v Jackson Hole vyvolali prehodnotenie očakávaní týkajúcich sa FED-u, čo vyvolalo ďalší tlak na rast výnosov krátkodobých dlhopisov. Ako ukazuje graf 2.2, výnosy štátnych dlhopisov od začiatku roka výrazne vzrástli, pričom k výraznému splošteniu kriviek spojenému s poklesom trhu došlo najmä v prvej polovici roka 2026. Od začiatku júla sa však výnosové krivky vyvíjajú vo veľkej miere paralelne.

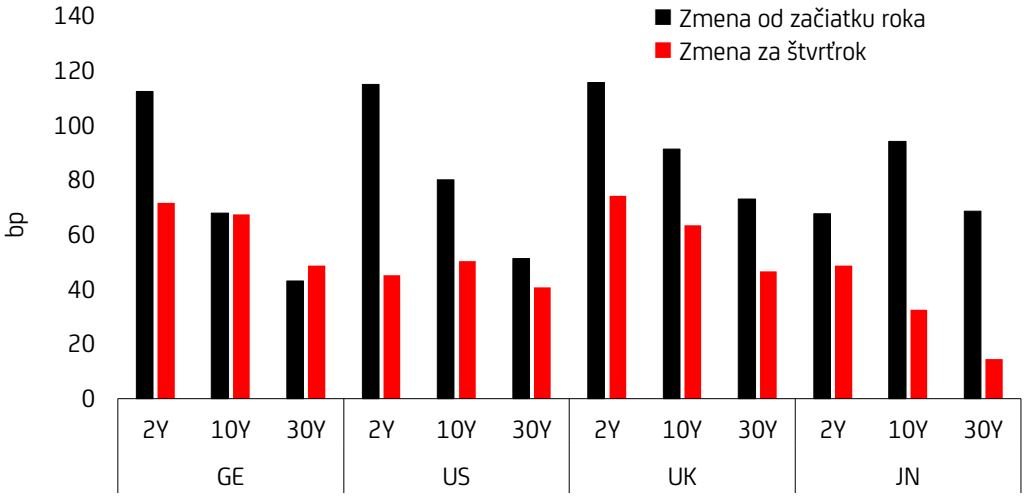
Prehodnotili sme nedávny nárast výnosov a aktualizovali sme naše prognózy tak, aby zohľadňovali výraznejšie sprísňovanie menovej politiky zo strany FED-u a ECB, než sme pôvodne predpokladali. **V súčasnosti predpokladáme, že výnosy 10-ročných amerických štátnych dlhopisov dosiahnu na konci roka úroveň 4,75 %, zatiaľ čo výnosy 10-ročných nemeckých štátnych dlhopisov by sa mali pohybovať okolo 3,20 %.** Hoci vyššie úrokové sadzby pravdepodobne mechanicky zvýšia výnosy dvojročných cenných papierov, očakávame, že výnosové krivky zostanú v dohľadnej budúcnosti relatívne ploché, pričom k ich strmému nárastu dôjde, len čo sa začnú objavovať očakávania zníženia sadzieb, predbežne koncom roka 2027. To odráža náš názor, že hlavné centrálne banky budú úrokové sadzby ďalej posúvať do reštriktívnej zóny predovšetkým s cieľom zmierniť inflačné očakávania, nie s cieľom obmedziť hospodárstvo, ktoré sa stalo štrukturálne silnejším.

Nárast výnosov, ktoré v mnohých krajinách dosiahli viacročné maximá, vyvolal búrlivú diskusiu o záujme o duráciu, rizikové prémie a súťaž o kapitál. Nedávny vývoj výnosov považujeme za prehodnotenie cien, ktoré do veľkej miery odráža vyššie úrokové sadzby v jednotlivých krajinách v porovnaní s uplynulým desaťročím. V dlhodobom horizonte pretrvávajú riziká súvisiace s rizikovými prémiami a verejnými financiami, s potenciálne menej predvídateľným konaním FED-u a s oslabujúcim sa dopytom po amerických aktívach v kontexte geopolitickej neistoty.

V súčasných trhových podmienkach zachovávame opatrný postoj voči americkým štátnym dlhopisom, zatiaľ čo voči (kľúčovým) európskym štátnym dlhopisom zaujímame skôr neutrálny postoj. V každom prípade neistota týkajúca sa inflačných vyhliadok, rozdrobená geopolitická situácia a vyhliadky na bohatú ponuku zo strany vlád aj súkromných inštitúcií naznačujú, že je vhodné zachovať opatrný prístup k expozícii voči durácii.

GRAF 2.2: VÝNOSY ŠTÁTNYCH DLHOPISOV RASTÚ VO VŠETKÝCH KATEGÓRIÁCH

ZMENY VÝNOSOV (BP)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Podnikové úvery: carry trades ostávajú hlavným zdrojom návratnosti

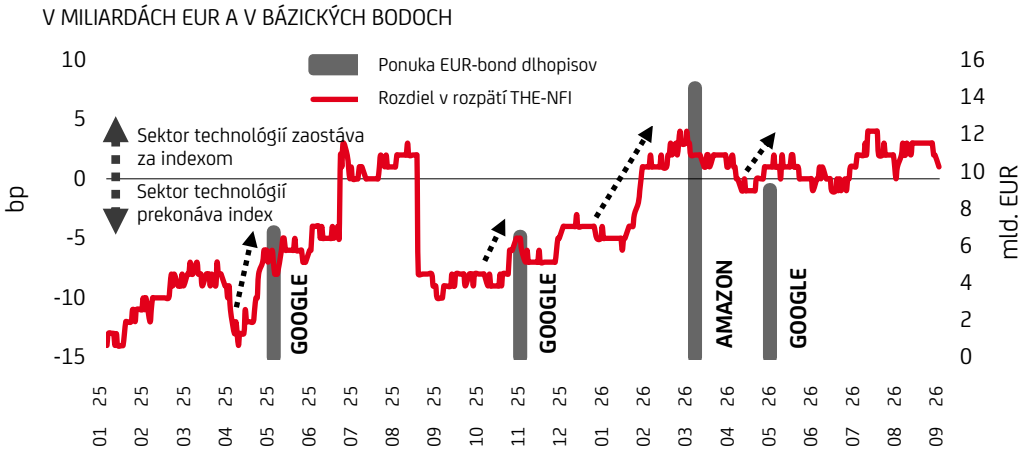
Rastúce výnosy a ceny ropy v spojení s neustále vysokou ponukou nových dlhopisov vytvárajú v druhom polroku náročné prostredie pre európsky úverový trh, čo by malo viesť k postupnému rozširovaniu rozpätí.

Prémie za úverové riziko nefinančných spoločností sa v priebehu posledných týždňov začali mierne zvyšovať, keďže pretrvávajúce napätie v Hormuzskom prielive tlačí ceny ropy nahor, čo ešte viac zvyšuje riziká pre hospodársky rast vyplývajúce z nízkych zásob plynu. To pravdepodobne negatívne ovplyvní záujem o európske úvery, ktoré sa naďalej obchodujú s úverovými rizikovými prémiami blízko historicky nízkych úrovní. Hoci odvetvia základných surovín a ropy a zemného plynu majú potenciál dosiahnuť nadpriemerné výsledky, naďalej máme negatívny postoj k chemickému priemyslu, cestovnému ruchu a voľnému času, ako aj k technologickému odvetviu. Hoci tento sektor vykazuje silné úverové ukazovatele, čelí obrovským investičným výdavkom zo strany hyperscalerov. Päť najväčších hyperscalerov – Amazon, Google, Microsoft, Alphabet a Oracle – plánuje v roku 2026 investovať celkovo 710 mld. USD, čo je takmer o 60 % viac ako v minulom roku; v roku 2027 by ich kapitálové výdavky mali dosiahnuť 1 bilión USD. Hoci väčšina financovania prebieha prostredníctvom súkromného kapitálu a súkromných úverov, relatívne nízke náklady na financovanie v eurách viedli k tomu, že hyperscaleri začali emitovať aj reverzné Yankee dlhopisy. Je však nepravdepodobné, že by tieto relatívne nízke objemy v porovnaní s celkovým trhom mali výrazný vplyv na európsky úverový trh ako celok. Keďže však technologický sektor patrí medzi menšie odvetvia, jednotlivé problémy, ktoré sa vyskytli v priebehu posledných dvoch rokov, viedli k horším výsledkom.

Emisia krytých dlhopisov zo strany bánk zostala v roku 2026 mimoriadne silná, pričom od začiatku roka bolo emitovaných 168 mld. EUR a v júni a auguste bola zaznamenaná rekordne vysoká aktivita na primárnom trhu (júl bol pokojný kvôli letnej prestávke), čo nás viedlo k zvýšeniu našej celoročnej prognózy financovania zo 165 – 170 mld. EUR na 175 – 180 mld. EUR. Vzhľadom na splatnosť krytých dlhopisov v hodnote 159 mld. EUR to znamená čistú ponuku vo výške 26 – 31 mld. EUR, pričom v priebehu zvyšku tohto roka sa očakáva ďalšia emisia krytých dlhopisov v hodnote 7 – 12 mld. EUR. Objem emisií nezabezpečených bankových dlhopisov s prednostným postavením dosiahol od začiatku roka 182 mld. EUR, pričom vedúcu úlohu zohrávajú banky zo Spojeného kráľovstva, Francúzska, USA a Kanady. Banky z regiónu strednej a východnej Európy vydali 8 mld. EUR. Potvrdzujeme našu pôvodnú prognózu prednostného financovania na celý rok 2026 vo výške 220 – 240 mld. EUR, hoci objem emisií sa pravdepodobne bude pohybovať bližšie k dolnej hranici tohto rozpätia. Na zvyšok roka 2026 očakávame dodatočné prednostné financovanie vo výške približne 40 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 roku 2026.

GRAF 2.3: Emisia dlhopisov hyperscalerov denominovaných v eurách v porovnaní s relatívnou výkonnosťou technologického sektora



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

FX

EUR – USD: stabilizácia nad hranicou 1,15 je stále pravdepodobnejšia ako prudký a definitívny pokles pod túto hranicu

K rastu kurzu EUR/USD na úroveň 1,1711 v auguste prispeli nižšie objemy obchodovania počas letných mesiacov a vedľajšie účinky poklesu kurzu USD/JPY po spoločnej devízovej intervencii Japonskej centrálnej banky (BoJ) a amerického ministerstva financií na konci júla.

Kurz EUR/USD následne klesol pod hranicu 1,16 po tom, čo predseda FED-u Kevin Warsh vystúpil v Jackson Hole, kde zopakoval, že FED „má čo robiť", čo prinútilo trhy prehodnotiť očakávania týkajúce sa ďalšieho sprísňovania menovej politiky.

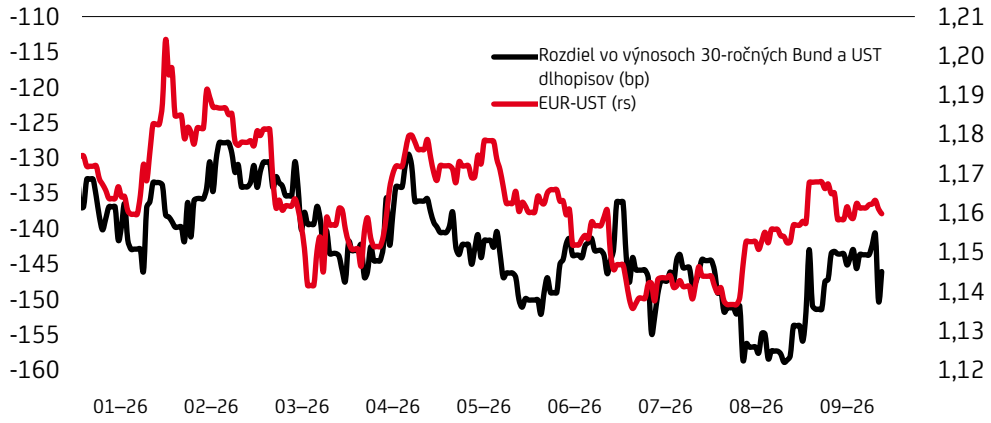
Opätovné zhoršenie napätia na Blízkom východe poskytlo americkému doláru dodatočnú podporu, v dôsledku čoho sa kurz EUR/USD na začiatku tohto týždňa vrátil späť k úrovni 1,15. **Pokiaľ ide o budúcnosť, na zvyšok roka 2026 a v roku 2027 naďalej očakávame mierne oslabenie amerického dolára a tým pádom mierne posilnenie eura.** Zvýšenia úrokových sadzieb, ktoré podľa našich očakávaní zrealizuje FED, sú v termínovej krivke dostatočne zohľadnené, a preto je v tejto fáze nepravdepodobné, že by výrazne posilnili americký dolár. Americký dolár však môže pocítiť negatívny vplyv prípadného nárastu napätia medzi americkým ministerstvom financií a FED-om v súvislosti s riadením úrokových sadzieb a dlhodobých výnosov.

Z grafu nižšie vyplýva, že kurz EUR – USD reaguje na zúženie rozpätí výnosov medzi nemeckými štátnymi dlhopismi a americkými štátnymi dlhopismi aj pri mimoriadne dlhých splatnostiach (30 rokov), čo odráža možné obavy týkajúce sa zadlženosti. Okrem toho by americká vláda mohla pred voľbami v polovici funkčného obdobia 3. novembra uprednostňovať slabší dolár, aby podporila americký vývoz, a to vzhľadom na patovú situáciu v otázke dovozných ciel.

Stručne povedané, v tejto fáze by k výraznému oživeniu amerického dolára, v dôsledku ktorého by sa referenčné rozpätie pohybovalo v rozmedzí 1,15 – 1,10, mohlo dôjsť len v prípade ďalšieho náhleho a rozsiahleho nárastu globálnej averzie voči riziku alebo intenzívnejšieho prehodnotenia očakávaní týkajúcich sa zvyšovania úrokových sadzieb v USA. Zatiaľ sme naďalej presvedčení, že stabilizácia tesne nad úrovňou 1,15 je stále pravdepodobnejšia ako prudký a definitívny prelom, a preto zachovávame naše cieľové hodnoty pre pár EUR/USD na úrovni 1,17 do 4. štvrťroka 2026 a 1,19 do 4. štvrťroka 2027.

GRAF 2.4: KURZ EUR – USD REAGUJE CITLIVO NA ROZDIELY VO VÝNOSOCH, A TO AJ PRI DLHŠÍCH SPLATNOSTIACH

EUR – USD A ROZDIEL VO VÝNOSOCH MEDZI 30-ROČNÝMI NEMECKÝMI ŠTÁTNYMI DLHOPISMI A AMERICKÝMI ŠTÁTNYMI DLHOPISMI



Zdroj: LSEG, Investment Institute UniCredit

Komodity

Ropa

Vzhľadom na eskaláciu napätia medzi USA a Iránom ceny ropy stúpli nad hranicu 105 USD za barel v dôsledku rastúcich obáv o globálnu ponuku, čo odzrkadľuje prehodnotenie krátkodobého výhľadu na ropnom trhu. Séria narušení regionálnych energetických tokov, obnovené útoky na infraštruktúru a neistota, pokiaľ ide o lodnú dopravu cez úžinu, opäť posunuli dianie na Blízkom východe do popredia záujmu trhu. Hoci rast ceny ropy Brent čiastočne odráža vyššiu prémiu za geopolitické riziko, zároveň sa zhodoval so zhoršením základných trhových fundamentov. Celosvetové zásoby naďalej klesajú, trhy s rafinovanými produktmi sa zúžili a narušenia dodávok obmedzujú schopnosť trhu obnoviť zásoby. Čína môže poskytovať menšiu rezervu než na začiatku roka, keďže obmedzila dovoz a počas počiatočného šoku v dodávkach sa spoliehala na zásoby, čo pomohlo zmierniť tlaky na svetových ropných trhoch. Vzhľadom na to, že čínske zásoby sa vyčerpávajú, tento kompenzačný efekt sa môže postupne vytrácať. Nedávne udalosti naznačujú, že situácia v oblasti dodávok z Blízkeho východu sa môže normalizovať pomalšie, než sa pôvodne predpokladalo; preto **sme nedávno zvýšili našu prognózu ceny ropy Brent na 87 USD/bbl pre 4. štvrťrok 2026.**

Zemný plyn

Referenčná cena európskeho zemného plynu (TTF) vzrástla o 72 % na 80 EUR/MWh odvtedy, čo sa 8. júla skončilo prímerie medzi USA a Iránom. Napriek rastúcim cenám sa dopyt po plyne počas leta zvýšil, keďže Ázia doviezla väčšie množstvo skvapalneného zemného plynu (LNG) na prevádzku chladiacich systémov, keďže teploty stúpli nad priemer posledných rokov. Európski dovozcovia plynu v tomto prostredí rastúcich cien spomalili nákupy, čo viedlo k tomu, že ich zásoby klesli na veľmi nízku úroveň. Na konci augusta dosahovali zásoby zemného plynu úroveň 65 %, čo bolo o 12 percentuálnych bodov menej ako v predchádzajúcom roku a výrazne pod cieľovou hodnotou 80 % – a to dva mesiace pred oficiálnym začiatkom zimnej vykurovacej sezóny. Hoci očakávame, že európske regulačné orgány využijú povolenú flexibilitu na zníženie tohto cieľa na 75 %, dosiahnutie dostatočných zásob bude aj naďalej náročné, keďže vzhľadom na krátkodobú neistotu zmizli marže dovozcov. Tieto náročné podmienky v nadchádzajúcich mesiacoch pravdepodobne udržia cenu TTF na vysokej úrovni. Naša prognóza na nadchádzajúce štvrťroky počíta skôr so stagnáciou konfliktu ako s obnovením vojenských operácií. **Predpokladáme, že priemerná cena TTF dosiahne v 4. štvrťroku 2026 úroveň 60 EUR/MWh a v 1. štvrťroku 2027 úroveň 55 EUR/MWh.**

Zlato

Cena zlata sa v poslednom období pohybovala okolo 4 300 USD za uncu, no vzťah medzi zlatom a úrokovými sadzbami sa stal zložitejším. Hoci zvýšené výnosy amerických štátnych dlhopisov a vyššie krátkodobé úrokové sadzby naďalej predstavujú prekážku, keďže zvyšujú alternatívne náklady držania aktív bez výnosu, investori sa viac zameriavajú na tvar výnosovej krivky než len na samotnú výšku výnosov. Strmšia krivka spôsobená silnejším rastom a očakávaniami vyšších rovnovážnych úrokových sadzieb by mala zvyčajne negatívny vplyv na cenu zlata. Zostrenie výnosovej krivky spôsobené rozpočtovými deficitmi, obavami o udržateľnosť dlhu a vyššími termínovými prémiami však môže mať podporný vplyv, najmä ak oslabí dôveru v americký dolár. V tejto súvislosti si zachovávame neutrálny až mierne optimistický pohľad na zlato. Trvalé nákupy centrálnych bánk, oživenie prílevu prostriedkov do ETF, dopyt po diverzifikácii portfólií a obavy o zachovanie kúpnej sily v kontexte vysokých fiškálnych deficitov a rastúceho verejného dlhu naďalej poskytujú podporu. **Upravili sme náš predpokladaný rozsah cien na koniec roka 2026 na 4 300 – 5 000 USD/oz** a očakávame, že cena zlata sa bude pohybovať v danom rozmedzí s miernou tendenciou k rastu. Hoci vyššie úrokové sadzby môžu obmedziť potenciál rastu, fiškálne riziká a riziká súvisiace s dlhom by spolu so slabším americkým dolárom mali pomôcť vyvážiť tieto nepriaznivé vplyvy a obmedziť riziká poklesu.

Tabuľky s prognózami

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

	Reálny HDP (% R/R)			Spotrebiteľské ceny (% R/R)			Zostatok rozpočtu (% HDP)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Globálne	**3,2**	**3,1**	**3,2**	-	-	-	-	-	-
USA	**2,1**	**2,1**	**2,0**	**2,7**	**3,4**	**2,5**	**–5,8**	**–6,5**	**–6,5**
Eurozóna	**1,3***	**0,9***	**1,2***	**2,1**	**3,0**	**2,6**	**–2,9**	**–3,8**	**–3,6**
Nemecko	0,2**	1,2**	1,6**	2,2	2,7	2,4	–3,0	–4,3	–4,3
Francúzsko	0,9	0,4	0,8	0,9	2,0	1,6	–5,2	–5,3	–5,3
Taliansko	0,7	0,8	0,6	1,5	3,0	2,4	–3,1	–2,9	–2,9
Španielsko	2,8	2,6	1,8	2,7	3,3	2,8	–2,4	–2,4	–2,3
UK	**1,3**	**1,1**	**1,2**	**3,4**	**3,1**	**2,5**	**–5,2**	**–4,0**	**–3,5**
Čína	**5,0**	**4,6**	**4,2**	**–0,2**	**1,2**	**1,1**	**–7,9**	**–8,2**	**–8,4**
Japonsko	**1,2**	**0,7**	**0,8**	**3,2**	**2,1**	**2,2**	**–1,1**	**–2,3**	**–2,6**
India	**7,7**	**6,4**	**6,7**	**2,1**	**4,7**	**4,0**	**–7,4**	**–7,4**	**–7,3**

Zdroj: Investment Institute UniCredit
* Eurozóna bez Írska: 1,0 % (2025), 1,1 % (2026), 1,2 % (2027)
** Údaje mimo WDA. Upravené na pracovné dni: 0,3 % (2025), 1,0 % (2026) a 1,5 % (2027)

ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

	Aktuálne	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Fed	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
ECB	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75	2,50
BOE	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
BoJ	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
Riksbank	1,75	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50
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

	Aktuálne	4Q26	1Q27	2Q27
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,50	2,75	2,75	2,75
3M Euribor	2,66	2,80	2,80	2,80
2Y Schatz	3,22	2,85	2,80	2,70
10-ročný nemecký dlhopis	3,51	3,20	3,20	3,15
2Y EUR swap	3,47	3,00	2,95	2,85
10-ročný EUR swap	3,55	3,25	3,25	3,20
10-ročné rozpätie swap – Bund	4	5	5	5
2Y BTP	3,41	3,05	3,00	2,90
10Y BTP	4,36	3,95	3,95	3,95
10-ročné rozpätie BTP – Bund	86	75	75	80
USA				
Sadzba Fed	4,00	4,25	4,25	4,25
3M OIS SOFR	4,01	4,17	4,17	4,17
2Y UST	4,74	4,35	4,35	4,30
10Y UST	5,02	4,75	4,75	4,75
10-ročné rozpätie UST – Bund	152	155	155	160

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ TRHY

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

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	Aktuálne	Koniec roka 2025	V strede roka 2027
Ropa			
Brent USD/barel	105	87	78
Akcie			
Euro STOXX 50	6 271	6 600	6 800
STOXX Europe 600	637	670	700
DAX	25 538	27 500	28 500
MSCI Taliansko	134	140	145
S&P 500	7 553	7 900	8 200
Nasdaq 100	28 945	30 000	32 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	80	80	80
iBoxx Banks Senior	77	75	75
iBoxx High Yield NFI	286	280	280

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

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:
Ekonomika > | **FI >** | **Devíza >** | **Rizikové aktíva >**

Vývoj vybraných indexov finančného trhu

Od Do	14. 9. 21 14. 9. 22	14. 9. 22 14. 9. 23	14. 9. 23 14. 9. 24	14. 9. 24 14. 9. 25	14. 9. 25 14. 9. 26	14. 9. 21 14. 9. 26	1. 1. 2026 14. 9. 26
INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)							
MSCI Svet (v USD)	–14,3	16,5	24,2	19,9	17,3	72,8	12,2
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	–23,2	5,3	13,5	26,7	30,9	50,5	22,9
MSCI USA (v USD)	–11,6	15,8	26,7	19,9	16,7	79,4	12,1
MSCI Európa (v EUR)	–6,1	14,3	15,3	11,6	18,2	61,9	10,4
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	–23,8	10,0	15,3	24,0	27,6	52,4	22,7
STOXX Europe 600 (v EUR)	–7,9	14,1	15,6	12,0	18,2	59,6	10,2
DAX 40 (Nemecko v EUR)	–17,1	21,3	18,3	28,0	7,4	62,0	3,9
MSCI Taliansko (v EUR)	–8,0	35,4	25,0	33,1	24,6	158,1	16,6
ATX (Rakúsko, v EUR)	–14,7	12,7	19,1	35,8	49,9	131,7	30,8
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	–8,6	6,5	12,0	5,0	17,3	33,9	7,7
S&P 500 (USA, v USD)	–9,8	16,1	26,7	19,2	17,1	83,2	12,2
Nikkei (Japonsko, v JPY)	–7,5	21,9	12,3	23,9	44,3	129,8	27,3
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	–15,6	–5,8	–12,9	46,4	1,4	1,7	–1,5
INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)							
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	–15,7	–3,7	9,4	1,4	–2,5	–12,1	–3,4
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	–16,3	–4,8	6,5	–1,8	–3,2	–19,4	–2,9
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	–15,5	–3,5	7,2	0,3	–2,2	–14,1	–2,5
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	–13,6	1,2	8,2	4,1	–0,8	–2,3	–1,2
VÝNOSY DLHOPISOV (ZMENA V BÁZICKÝCH BODOCH = 0,01 PERCENTUÁLNEHO BODU)							
10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	213	88	–64	37	93	365	83
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	204	87	–48	58	84	384	68
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	220	91	–52	39	82	379	73
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	321	66	–90	–10	106	393	90
VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)							
Americký dolár (EUR – USD)	–15,4	7,4	3,3	6,4	–1,4	–1,9	–1,7
Britská libra (EUR – GBP)	1,5	–0,6	–1,8	2,5	–1,1	0,6	–1,9
Švajčiarsky frank (EUR – CHF)	–11,7	–0,2	–2,1	–0,7	0,9	–13,3	1,3
Japonský jen (EUR – JPY)	10,0	10,5	–1,2	10,4	3,0	37,7	–3,0
KOMODITY (ZMENA V %)							
Komoditný index (GSCI, v USD)	–6,4	12,3	34,3	41,4	17,2	132,6	–0,8
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	–13,0	–0,8	6,7	8,3	27,5	23,7	10,1
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	–5,7	12,1	34,7	42,9	17,4	138,3	–1,1
Ropa (Brent, v USD za barel)	27,7	–0,2	–22,9	–8,0	57,5	43,3	73,4

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 14. septembru 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

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

Andreas Rees

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 prestavuje 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 reprodukovať 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 14. septembru 2026.