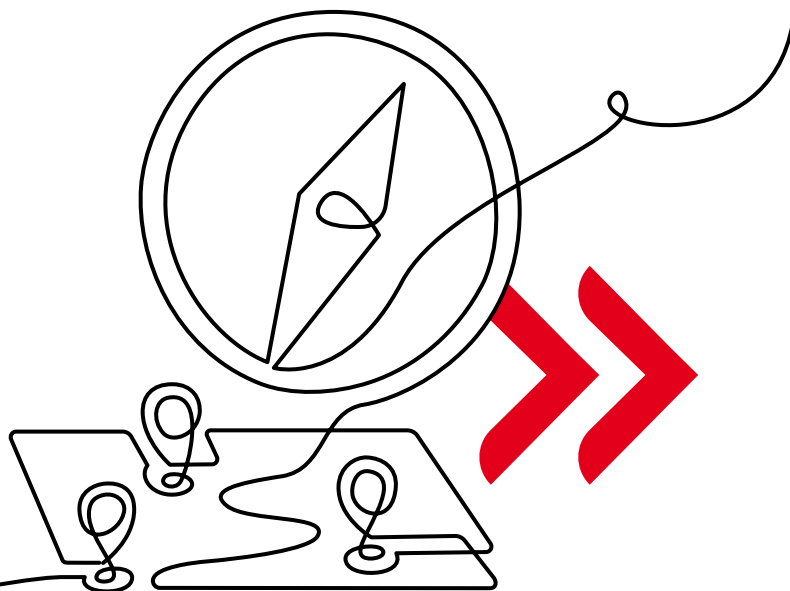


Checkpoint

28. januára 2026



Donroeova doktrína

Ak sa rok 2025 stal rokom, v ktorom americký prezident Donald Trump zmenil pravidlá globálneho obchodu podľa neomerkantilistického vzoru, zdá sa, že rok 2026 sa stane rokom, v ktorom redefinuje samotný pojem národnej suverenity. V praxi sú tieto dva trendy úzko prepojené a odrážajú jednotnú, celistvú stratégiu, v ktorej obchodný nátlak, politické zastrašovanie a územná kontrola fungujú ako vzájomne sa posilňujúce piliere dominantného postavenia USA.

Vojenská operácia USA vo Venezuele, ako aj územné nároky na Grónsko boli nepredvídateľné (únos cudzieho prezidenta a skryté hrozby útoku na spojenca NATO), ale nie neočakávané. Národná bezpečnostná stratégia (NSS) na rok 2025, zverejnená v decembri minulého roka, zaviedla „Trumpov dôsledok“ Monroeovej doktríny, ktorú samotný Trump teraz nazýva „Donroeova doktrína“. Stratégia uprednostňuje presun ekonomických a vojenských zdrojov s cieľom zabezpečiť dominanciu USA na západnej pologuli v širšom zmysle.

Cieľom tejto doktríny je obmedziť angažovanosť Číny a Ruska v tejto časti sveta bohatej na prírodné zdroje a zároveň posilniť americkú nadradenosť prostredníctvom vojenského tlaku, ekonomického nátlaku a selektívnych spojení. NSS veľmi jasne poukazuje na hospodársky význam regiónu pre Biely dom: „Chceme pologuľu, ktorá zostane bez nepriateľských zahraničných vpádov alebo vlastníctva kľúčových aktív a ktorá podporuje kritické dodávateľské reťazce.“ Cieľom je zaručiť americkým spoločnostiam exkluzívne dodávky kľúčových surovín, aby mohli konkurovať zahraničným konkurentom – z toho vyplýva význam neomerkantilistickej politiky.

V širšom zmysle nová Monroeova doktrína prispieva k fragmentácii medzinárodného systému na konkurenčné bloky. Obnovené americké zameranie na západnú pologuľu pravdepodobne odvráti pozornosť Číny od Južnej Ameriky smerom k jej vlastnému strategickému priestoru: indo-tichomorskému regiónu. Vzhľadom na silný hospodársky a strategický záujem USA o taiwanský polovodičový priemysel to neznamena, že Taiwan čelí bezprostrednej hrozbe. Zároveň sa súperenie medzi USA a Čínou vo viacerých oblastiach stáva takým intenzívnym, že je nepravdepodobné, že by Washington dal Pekingu v indo-tichomorskom regióne voľnú ruku.

Aké sú dôsledky týchto zmien na trh? Proces dedolarizácie bude pokračovať. Trh bude zvyšovať americké spoločnosti pôsobiace v odvetviach, ktoré sú prioritou neomerkantilistického programu Bieleho domu. Výnosová krivka v USA môže byť strmšia. Zlato bude profitovať zo svojho štatútu bezpečného aktíva, keďže geopolitická neistota rastie.

POHĽADY CIO

2

Alokácia aktív

NOVÁ MONROEOVA DOKTRÍNA

3

Rozhovor s...

Alexandrou de Hoop Scheffer

Téma 1: Zabezpečenie amerických nerastných surovín

Téma 2: Ako ovplyvní Donroeova doktrína finančné trhy?

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

8

VÝVOJ NA TRHU

9

Šum a signál

- Akcie
- Pevne úročené cenné papiere
- Devízové trhy
- Komodity

TABUĽKY S PROGNÓZAMI

16

Manuela D'Onofrio
predsedníčka
Investment Institute

Fabio Petti
podpredsa
Investment Institute

Edoardo Campanella
riaditeľ a šéfredaktor
Investment Institute



Pohľady investičných riaditeľov

Alessandro Caviglia (Taliansko), Philip Gisdakis (Nemecko), Oliver Prinz (Rakúsko)

Od zverejnenia publikácie Compass 2026 začiatkom decembra, v ktorej sme kladli osobitný dôraz na aktíva rozvíjajúcich sa trhov (EM), dosiahol **index MSCI EM** pôsobivý výnos takmer 10 % (v USD). Pre porovnanie, európske akciové trhy dosiahli približne 7 %, zatiaľ čo tichomorské 6 %. Severoamerické trhy zaostali s miernym výnosom pod 2 %. Približne dve tretiny výkonnosti EM boli vytvorené v tomto roku. Relatívne slabá výkonnosť amerických aktív sa neobmedzuje len na akcie. Podľa dlhopisových indexov agentúry Bloomberg zaznamenali americké štátne dlhopisy od začiatku decembra celkovú stratu 11 bázičných bodov, zatiaľ čo štátne dlhopisy eurozóny (EGB) dosiahli kladný celkový výnos 9 bázičných bodov. Za rovnaké obdobie sa euro zhodnotilo o 1,15 %. Jednoznačným víťazom sa však stalo zlato, ktorého cena vzrástla o viac ako 17 % (v USD) a prekročila hranicu 5 000 USD/unca.

Túto výkonnosť ovplyvnilo niekoľko **geopolitických udalostí** vrátane zajatia venezuelského prezidenta Nicolása Madura, nečakanej hrozby prezidenta USA Donalda Trumpa anektovať Grónsko a pozoruhodného Svetového ekonomického fóra v Davose. Mimoriadne vplyvný bol prejav kanadského premiéra Marka Carneyho, a to aj z hľadiska investícií a alokácie aktív. Kritizoval to, čo označil za „extrémnu globálnu integráciu“ ako zdroj ekonomickej zraniteľnosti a ako hnaciu silu politickej „podriadenosti“ stredných mocností veľmociam.

Zatiaľ čo v Európe sú výzvy na zníženie rizika súvisiaceho s Čínou známe už dlho, uplatnenie podobnej argumentácie na USA by predstavovalo radikálnu koncepčnú zmenu s ďalekosiahlymi trhovými a hospodárskymi dôsledkami. Hoci presné dôsledky takéhoto posunu zostávajú neisté (a pravdepodobne budú zahŕňať príležitosti aj riziká pre európske a americké aktíva, napríklad v závislosti od konkrétnych obchodných modelov spoločností), jeden záver sa zdá byť jasný: v prostredí potenciálne hlbokých štrukturálnych zmien v transatlantických vzťahoch sa posilňujú dôvody pre širšiu globálnu diverzifikáciu. To znamená, že sa viac zameriavame na aktíva mimo Európy a USA, čo podporuje naše kľúčové investičné poslanstvo na rok 2026: **Aktíva EM zostávajú nadvážené.**

ALOKÁCIA AKTÍV

NÁŠ INVESTIČNÝ POHĽAD NA TRIEDY AKTÍV

	PODVÁŽENIE	NEUTRÁLNE	NADVÁŽENIE
Globálne akcie			
Americké akcie			
Európske akcie			
Akcie Tichomoria (rozvinuté trhy ¹)			
Akcie rozvíjajúcich sa trhov			
Globálne dlhopisy			
Štátne dlhopisy (EMÚ)			
Štátne dlhopisy (MIMO EMÚ)			
Podnikové dlhopisy (investičný stupeň denominovaný v EUR)			
Podnikové dlhopisy (s vysokým výnosom)			
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)			
Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)			
Peňažné trhy			
Alternatívy			
Bitcoin			
Komodity			
Ropa			
Zlato			

¹ Rozvinuté trhy: Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur





Nová Monroeova doktrína

Autor: Edoardo Campanella

Riaditeľ a šéfredaktor, Investment Institute



Rozhovor s... Alexandrou de Hoop Scheffer

Prezidentkou Nemeckého Marshallovho fondu Spojených štátov



Rozhovor z 15. januára 2026 v rámci série webinárov „40 minút s...“. Nižšie je uvedený stručný, upravený prepis rozhovoru. Celý rozhovor nájdete na [tomto odkaze](#).

Edoardo Campanella: Rozdeľujú si USA svet s Čínou a Ruskom?

Alexandra de Hoop Scheffer: V stratégii Trumpovej administratívy vidíme zmenu priorít a urýchlenie presadzovania nových amerických cieľov. Jasne to bolo uvedené v najnovšej národnej bezpečnostnej stratégii, v ktorej sa uvádza názor administratívy na spojenectvá a úlohu európskych partnerov v globálnych prioritách USA. Výrazným príkladom bol prípad Venezuely: išlo o prvé uplatnenie tejto strategickej vízie, ktorá stanovuje priority takto – na prvom mieste je západná pologuľa, potom indo-tichomorský región (kde Čína zohráva významnú úlohu) a až na treťom mieste je Európa.

Edoardo Campanella: Hovorme o Monroeovej doktríne. Čína má v Južnej Amerike významné hospodárske záujmy. Vidíte v tomto regióne riziko stretu veľmocí?

Alexandra de Hoop Scheffer: Latinská Amerika sa, podobne ako Afrika, stáva šachovnicou veľmocenského súperenia. Už nejde len o ekonomiku alebo čínske investície do kritickej infraštruktúry, ale v podstate o geopolitický problém. Jedným z hlavných dôvodov, prečo sa Trump rozhodol začať rok 2026 vojenským zásahom vo Venezuele, bolo obmedzenie rastúceho vplyvu Číny v regióne a podobné napätie je viditeľné aj v Afrike. USA teraz zaujímajú pevný postoj a tvrdia, že západná pologuľa je ich sférou vplyvu a že sa budú brániť zasahovaniu Číny, Ruska alebo iných krajín. Úprimne povedané, je to nemožná misia. Napriek tomu bude regionálnu dynamiku na celom svete čoraz viac formovať veľmocenské súperenie, najmä medzi USA a Čínou.

Edoardo Campanella: Potrebuje Európa vlastnú Monroeovu doktrínu? Aké sú kľúčové prvky životaschopnej dlhodobej stratégie?

Alexandra de Hoop Scheffer: Európa potrebuje strategickú jasnosť v tom, čo bude brániť a kde bude konať. To si vyžaduje, aby Európania spoločne zhodnotili svoje strategické prostredie – od hrozieb na východnom krídle až po nestabilitu na juhu – a dohodli sa na svojich hlavných strategických prioritách. Tento konsenzus stále neexistuje. Východiskovým bodom musí byť jasné posúdenie dlhodobých záujmov Európy: v prvom rade vlastnej bezpečnosti, pričom ústrednú úlohu zohráva Ukrajina, potom hospodárskej odolnosti a rastu a napokon politického vplyvu v jej blízkom susedstve. Práve to USA od Európy očakávajú: aby ich európski spojenci prevzali väčšiu zodpovednosť za svoje vlastné bezpečnostné záujmy.

Edoardo Campanella: Je francúzsko-nemecký motor stále tým, čo Európa potrebuje na dosiahnutie pokroku?

Alexandra de Hoop Scheffer: Francúzsko-nemecký tandem už nestačí na riešenie kľúčových výziev Európy. Aby sa Európa vyhla strategickej bezvýznamnosti, potrebuje širšie koalície – v prípade potreby vrátane Spojeného kráľovstva – na prekonanie pomalého tempa tradičného rozhodovania EÚ.



Zabezpečenie amerických nerastných surovín

Autori: Stefan Kolek, Tobias Keller

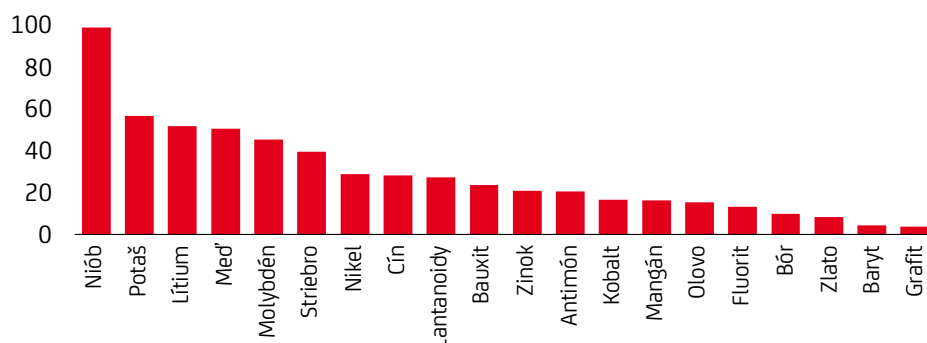
Zásah americkej armády vo Venezuele a oznámenie plánov na kúpu Grónska predstavujú odvážny debut novej Monroeovej doktríny, ako je opísaná v novej **národnej bezpečnostnej stratégii USA**, ktorá bola oznámená v novembri minulého roka. Podobne ako pôvodná Monroeova doktrína bývalého **prezidenta USA Jamesa Monroea z roku 1823**, ktorej cieľom bolo zabrániť USA zapájať sa do európskych vojen a európskym štátom získavať územia alebo vytvárať aliancie so štátmi na západnej pologuli¹, jej nová verzia sa zameriava na obnovenie „prvenstva USA na západnej pologuli“. Stojí na troch pilieroch:

1. **Sebestačnosť:** Pripomínajúc slová Alexandra Hamiltona, jedného z otcov zakladateľov USA, že USA nesmú byť nikdy závislé od žiadnej vonkajšej mocnosti, pokiaľ ide o základné prvky, sa zameriava na zabezpečenie a rozšírenie „prístupu ku kritickým nerastným surovinám a materiálom a zároveň na boj proti korisťníckym hospodárskym praktikám“, ako aj na obnovenie dominantného postavenia USA v oblasti energetiky.
2. **Technologická dominancia:** Donroeova doktrína sa zameriava na „obnovenie americkej moci a priorít v súlade s americkými bezpečnostnými záujmami“ v súlade s ekonomickou a technologickou dynamikou a potrebami národnej bezpečnosti USA. Táto doktrína bude mať dlhodobé dôsledky na hospodársku rovnováhu síl vo svete, keďže USA zvýšia svoj vplyv na viaceré kľúčové zdroje a znížia riziká v dodávateľskom reťazci.
3. **Námorná hegemonia:** Odráža postavenie USA ako námornej supervelmoci a zahŕňa aj globalistické prvky, ako napríklad „zachovanie slobody a otvorenosti indo-tichomorského regiónu, zachovanie slobody plavby na všetkých kľúčových námorných trasách a udržanie bezpečných a spoľahlivých dodávateľských reťazcov“.

Na západnej pologuli sa nachádzajú významné koncentrácie **dôležitých nerastov**, takmer všetky svetové zásoby nióbu a viac ako polovica svetových zásob potaše, lítia a medi (pozri graf 1.1). **V Grónsku** sa nachádza aj veľké množstvo nerastných surovín, ako je uhlie, meď, zlato, grafit, ilmenit, železná ruda a mnohé ďalšie, hoci vzhľadom na prísne environmentálne normy je prieskum na najväčšom ostrove sveta v počiatočnej fáze.

GRAF 1.1: HLAVNÉ NERASTNÉ SUROVINY ZÁPADNEJ HEMISFÉRY (V %)

NA ZÁPADNEJ POLOGULI SA NACHÁDZAJÚ NAJVÄČŠIE ZÁSoby VIACERÝCH NERASTNÝCH SUROVÍN



Zdroj: US Geological Survey (USGS), Investment Institute UniCredit

¹ Západná pologuľa je tu definovaná ako polovica zeme západne od základného poludníka (0° zemepisnej dĺžky) a východne od poludníka 180°, t. j. vrátane Severnej, Strednej a Južnej Ameriky a Karibiku. Podľa alternatívnych definícií je východná hranica západnej pologule na 20° zemepisnej dĺžky (namiesto 0°), čo zahŕňa západnú Európu a západnú Afriku.



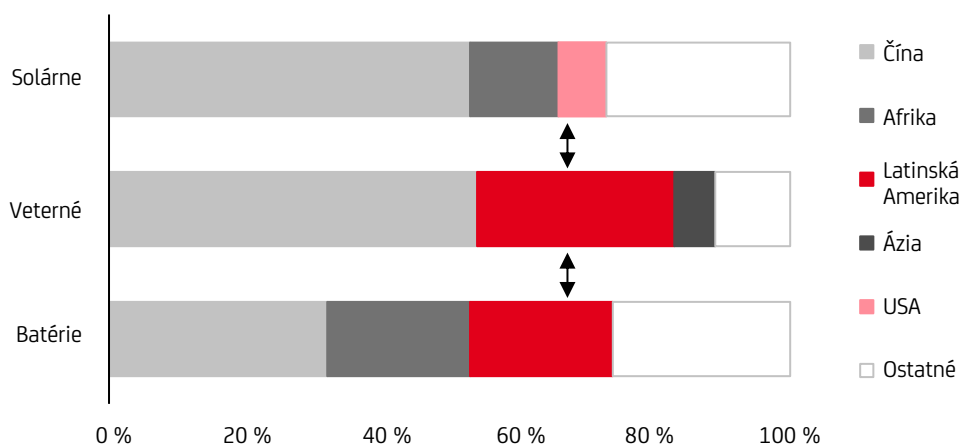
Podobne sa na západnej pologuli nachádza približne polovica produkcie nerastných surovín, ktoré vláda USA považuje za kľúčové pre svoje hospodárstvo. Z novej Monroeovej doktríny teda vyplýva, že USA by výrazne znížili riziká spojené s dodávkami, najmä v oblasti kľúčových technológií 21. storočia. Možno to ilustrovať na príklade materiálov, ktoré sú nevyhnutné na výrobu čistej energie: Z grafu 1.2 vyplýva, že zosilnením kontroly nad západnou pologuľou by sa pozícia USA z hľadiska nerastných surovín kľúčových pre čistú energiu priblížila pozícii Číny.

Západná pologuľa má navyše strategicky významný podiel na **svetovej uhľovodíkovej základni**. Len Venezuela má podľa odhadov 303 miliárd barelov preukázaných zásob ropy – najväčšie národné zásoby na svete –, zatiaľ čo USA a Brazília majú ďalších 45, resp. 16 miliárd barelov. Celkovo sa v tomto regióne nachádza približne štvrtina celosvetových preukázaných zásob ropy na úrovni OECD, pričom sa do tejto sumy nezapočítavajú nekonvenčné zdroje Kanady, t. j. roponosné piesky (ktoré predstavujú ďalších 159 miliárd barelov). Ak zahrnieme aj tieto zásoby, podiel západnej pologule sa zvýši na viac ako tretinu svetových zásob ropy. Pozícia regiónu v oblasti zemného plynu je skromnejšia (len približne 13 % svetových zásob), ale napriek tomu má strategický význam. Tento región sa tiež podieľa približne tretinou na celosvetovej produkcii ropy, pričom najväčším svetovým producentom sú Spojené štáty a rýchly rozvoj ťažby na mori v Brazílii. Hoci produkcia vo Venezuele je stále nízka v dôsledku rozpadu infraštruktúry a sankcií, jej rozsiahle zásoby poskytujú dlhodobú strategickú možnosť. Údaje o globálnych dodávkach ukazujú, že rast produkcie v USA, kanadská produkcia a brazílske predsolné ložiská spoločne tvoria jeden z najdynamickejších energetických koridorov na svete. Západná pologuľa má rovnako významné postavenie v oblasti zemného plynu, ktorý predstavuje približne 35 % celosvetovej produkcie na trhu, pričom len USA sú zodpovedné za približne štvrtinu celosvetovej produkcie.

Táto doktrína by však mohla byť **zdrojom rizika**. Na jednej strane upiera „konkurentom z druhej pologule možnosť umiestňovať sily alebo iné ohrozujúce kapacity, vlastniť alebo kontrolovať strategicky dôležité aktíva“, pričom pripúšťa, že „prísne dodržiavanie neintervencionizmu nie je možné“. To má potenciál otvoriť nové potenciálne ohniská napätia s inými mocnosťami, najmä s Čínou, ktorá vo viacerých latinskoamerických krajinách realizuje významné investície (podľa Rhodium Group dosiahli čínske priame zahraničné investície v 3. štvrtroku 2025 výšku 180 miliárd USD). Na druhej strane je Latinská Amerika politicky rozdelená, čo môže vytvárať riziko trenia v rámci pologule. Zatiaľ čo Argentína a Mexiko sa prikláňajú k Washingtonu – prvá krajina kvôli ideologickej náklonnosti prezidenta Mileiho k liberalizmu voľného trhu USA, druhá krajina kvôli obchodnej integrácii v rámci dohody USMCA –, Brazília sa pod vedením prezidenta Lulu da Silvu snaží o vyvážené vzťahy s oboma mocnosťami a presadzuje „multipolárnu diplomaciu nerastných surovín“. Zdá sa, že ani menšie štáty, ako napríklad Peru, Ekvádor a Dominikánska republika, nie sú ochotné vybrať si stranu v súperení medzi USA a Čínou a majú tendenciu kalibrovať svoje postoje podľa jednotlivých otázok a vymáhať ústupky od oboch strán.

GRAF 1.2: ROZDELENIE PÔVODU SUROVÍN NA VÝROBU ČISTEJ ENERGIE

ZÁPADNÁ POLOGUĽA MÁ VÝZNAMNÝ PODIEL



Zdroj: Nakano, Jane, *The Geopolitics of Critical Minerals Supply Chains*, Centrum strategických a medzinárodných štúdií, marec 2021; Investment Institute UniCredit

Poznámka: Minerály používané na výrobu batérií: Co, Li, C, Nb, Mn, Si, Cu, Ti, Al, P, F, Sn, Fe, železná ruda; pre veternú energiu: Al, B, Cr, Cu, Dy, Pb, Mn, Mo, Nd, Ni, Nb, Pr, železná ruda; pre solárnu energiu: Al, B, Cd, Cu, Ga, Ge, In, Fe, Pb, Mo, Ni, Se, Si, Ag, Te, Sn, Zn



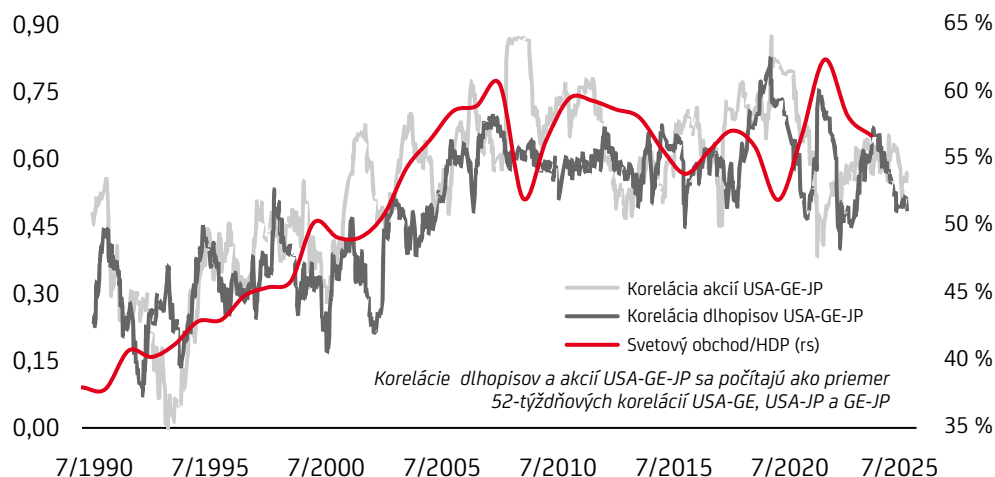
Ako ovplyvní Donroeova doktrína finančné trhy?

Autor: Francesco Maria Di Bella

Aseratívny prístup Trumpovej administratívy ku Grónsku a Venezuele zatiaľ vyvolal skôr tlmenú reakciu trhu, pravdepodobne vzhľadom na ich relatívnu hospodársku váhu. Vplyv na trh by však mohol byť intenzívnejší, ak by sa USA zamerali na krajiny, ktoré sú na rozdiel od Grónska a Venezuely systémovo dôležité. Okrem toho by svet, ktorý sa rozdelí na sféry vplyvu, mohol podnietiť ostatné krajiny k prijatiu odvetných opatrení (ako to ukázala hrozba Európy, že na obranu Grónska aktivuje mechanizmus EÚ proti nátlaku), čo by zaťažilo nielen obchod s tovarom, ale aj obeh kapitálu. Zameriavajúc sa najmä na USA, ide o kľúčové kanály:

Alokácia kapitálu: Globálne pridelovanie zdrojov sa pravdepodobne stane menej efektívnym. Investori budú pravdepodobne menej ochotní investovať v USA – riziko predstavuje napríklad potenciálne zavedenie zrážkovej dane z aktív zahraničných investorov v USA. V tomto kontexte sa investori pravdepodobne priklonia k domácejmu prostrediu, čo by sa prejavilo v **menšej korelácii globálnych finančných aktív ako v súčasnosti** (graf 1.3). To by viedlo k vyšším nákladom na financovanie spoločností, najmä nadnárodných, ktoré by mohli byť ohrozené svojimi investíciami v zahraničí v dôsledku konkurencie veľmocí – Peking má obavy o svoje investície v Latinskej Amerike.

GRAF 1.3: PRUDKÝ NÁRAST GLOBÁLNEHO OBCHODU ZVÝŠIL KORELÁCIU AKTÍV
KORELÁCIA DLHOPISOV, AKCIÍ (LS) SVETOVÝ OBCHOD/GDP (RS)



Zdroj: Bloomberg, Svetová banka, Investment Institute UniCredit

Skreslené politiky: Donroeova doktrína, ktorej cieľom je vytvoriť (z hospodárskych a národno-bezpečnostných dôvodov) exkluzívny prístup amerických spoločností k zdrojom na západnej pologuli, si pravdepodobne vyžiada podpornú menovú a fiškálnu politiku.

- **Fiškálna politika:** Napriek tomu, že USA už roky vykazujú obrovský rozpočtový deficit, Trumpova administratíva sa môže rozhodnúť udržať ho na vysokej úrovni, aby podporila domáce firmy buď udržiavaním nízkych korporátnych daní, alebo priamo **investovaním** do súkromných spoločností, ako to urobila minulý rok v prípade spoločností zaoberajúcich sa výrobou čipov (napríklad Intel) a vzácnych zemín (napríklad USA Rare Earths). Trumpova administratíva považuje tieto politiky za kľúčové pre dosiahnutie obnovenia výroby v USA.
- **Menová politika:** Pokiaľ ide o menovú politiku, mierny FED je potrebný na udržanie voľných podmienok financovania pre americké ministerstvo financií (fiškálna dominancia) a domáce spoločnosti a na udržanie konkurencieschopnosti USD. Biely dom sa v posledných mesiacoch veľmi hlasno vyjadroval k rozhodnutiam FED-u, čo vyvolávalo obavy investorov o nezávislosť centrálnej banky.



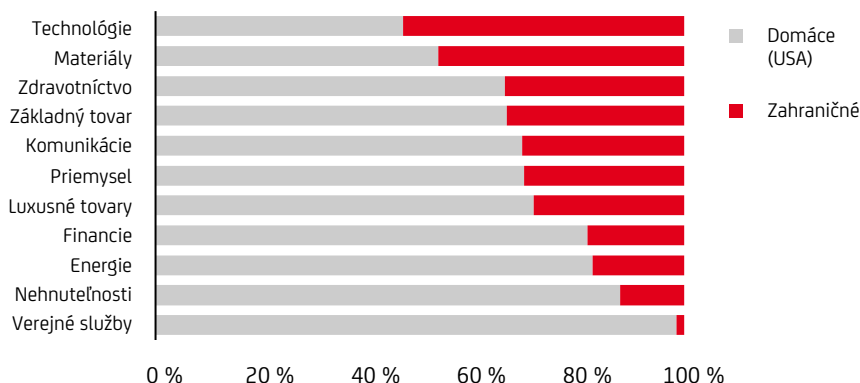
Podľa nášho názoru by úplné zavedenie novej Monroeovej doktríny pravdepodobne viedlo k nižším výnosom na krátkom konci krivky v USA, zatiaľ čo **výnosy dlhších splatností by pravdepodobne vzrástli** v dôsledku väčšej ponuky dlhopisov, vyšších inflačných očakávaní na trhu a nespokojnosti s americkými inštitúciami.

Aktiový trh v USA: Dôsledky pre americký akciový trh sú menej jednoznačné. S výnimkou technologických spoločností generujú spoločnosti v indexe S&P 500 svoje príjmy prevažne v USA (graf 1.4). To má dva pozitívne dôsledky: Americké firmy sú málo vystavené odvetným opatreniam iných krajín a majú priestor na zvýšenie tržieb v krajinách, kde by vplyv USA mohol vzrásť. Okrem toho priaznivá menová a fiškálna politika podporí zisky väčšiny spoločností. Negatívnym faktorom sú vyššie náklady na dlhodobé financovanie a väčšia ekonomická neistota, ktoré by mohli ovplyvniť ochotu riskovať a znížiť záujem investorov o akcie. To, či prevládne prvý, alebo druhý efekt, bude pravdepodobne závisieť od faktorov, ako je odvetvie a veľkosť spoločnosti. Okrem toho si myslíme, že trh bude uprednostňovať **spoločnosti pôsobiace v odvetviach, ktoré sú prioritou neomerkantilistickej agendy Bieleho domu** a ktoré sú náchylnejšie prispôsobiť sa vládnej politike.

- **Obrana, priemysel, základné zdroje a technológie sú sektory s najlepšou pozíciou** vzhľadom na ich strategickú úlohu v novom merkantilistickom svete. Najmä technologické a obranné odvetvia by mohli naďalej profitovať z verejnej podpory, základné zdroje by mohli získať ďalšiu podporu, ak by USA začali byť aktívnejšie vo Venezuele, a priemyselné odvetvia by mohli byť podporené presunom výroby.
- Naopak, sektor **základných spotrebných tovarov** pravdepodobne utrpí najväčšie straty vzhľadom na svoju závislosť od medzinárodných dodávateľských reťazcov. **Banky** sa pravdepodobne dostanú pod väčší tlak aj v dôsledku potenciálnych bankrotov menších spoločností, ktoré nie sú spôsobilé pre kapitálový trh. Očakávame tiež, že **cestovanie a voľný čas** budú pod tlakom v dôsledku prísnejších cestovných obmedzení a súvisiacich rizík.

GRAF 1.4: EXPOZÍCIA VÝNOSOV SPOLOČNOSTÍ Z INDEXU S&P 500

PODIEL NA CELKOVÝCH PRÍJMOCH



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Vplyv na USD a komodity: Merkantilistická politika si vyžaduje **slabú menu**. V kombinácii s pochybnosťami investorov o úlohe amerického dolára ako bezpečnej meny to bude mať negatívny vplyv na zelenú bankovku. Slabý americký dolár by však nemusel zájsť príliš ďaleko kvôli chýbajúcej vhodnej alternatíve. To by sa, samozrejme, mohlo zmeniť, ak by USA ešte viac pritvrdili geopolitický postoj, čo by viedlo k nespokojnosti investorov s aktívami denominovanými v USD. V tejto situácii sa rozvíjajúce sa krajiny, ktoré používali USD ako referenčnú menu a na ktoré negatívne vplyvy imperialistickej politiky USA, môžu rozhodnúť, že sa budú spoliehať na iné meny. S rozšírením sféry vplyvu Číny môže CNY, najmä jeho digitálna verzia, predstavovať alternatívu k USD v týchto krajinách, najmä v krajinách BRICS+. Asertívnejšie USA však môžu nakoniec podporiť aj americký dolár. Ak by sa USA uchýlili k použitiu sily, mohlo by to vykompenzovať niektoré faktory, ktoré zaťažujú americký dolár, vzhľadom na neprimeraný vojenský rozdiel medzi USA a akýmkoľvek iným významným globálnym aktérom. Podľa nášho názoru bude pravdepodobne dominovať prvý účinok.

Pokiaľ ide o **komodity**, Monroeova doktrína a silnejúca medzinárodná súťaž o prístup ku kľúčovým surovinám pravdepodobne zvýšia globálnu ponuku. Za rovnakých podmienok by to znamenalo tlak na znižovanie svetových cien. Diskriminačná povaha týchto politik by však mohla spôsobiť regionálne cenové rozdiely, ak by sa komodity dostali do výzbroje. **Drahé kovy**, ako napríklad zlato, budú pravdepodobne profitovať z geopolitickej neistoty vďaka svojej tradičnej úlohe bezpečných aktív.





Makroekonomický vývoj

Autori: Andreas Rees, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

1 ECB v režime vyčkávania

ECB jednoznačne vyčkáva. Hospodárska aktivita a trh práce naďalej vykazujú odolnosť voči vysokej neistote a nepriaznivým vplyvom na obchod, vďaka čomu je prognóza centrálnej banky týkajúca sa rastu HDP na dobrej ceste. Zdá sa, že riziko eskalácie napätia s USA v súvislosti s Grónskom aspoň na čas ustúpilo, čo eliminuje veľkú krátkodobú hrozbu pre hospodársky rast a stabilitu finančných trhov. V tomto prostredí sa ECB môže držať svojho vyčkávacieho prístupu. Výhľad spotrebiteľských cien zostáva priaznivý. Rast dovozných cien je slabý, ceny energií zostávajú na dobrej úrovni a rast miezd má klesajúcu tendenciu. Celková inflácia v decembri klesla mierne pod 2 % a pravdepodobne zostane pod cieľom ECB počas celého roka 2026 a možno aj neskôr. Pokiaľ sa hospodárska aktivita udrží a jadrová inflácia zostane nad 2 %, je nepravdepodobné, že by SB vážne uvažovala o ďalšom znížení úrokových sadzieb. Naďalej očakávame, že depozitná sadzba zostane na úrovni 2 % aj v roku 2027.

2 FED si zachováva dostatočnú nezávislosť

Trumpova administratíva útočí na nezávislosť FED-u. Ministerstvo spravodlivosti nedávno pohrozilo trestným oznámením v súvislosti s výpoveďou predsedu FED-u Jeroma Powella o stavebných prácach, zatiaľ čo Trumpov pokus o prepustenie guvernéra FED-u Cooka pre obvinenia z hypotekárnych podvodov prechádza súdnou cestou. Mnohí sa domnievajú, že ide o zámienky v Trumpovom úsilí o oveľa nižšie úrokové sadzby. Náš základný predpoklad je, že Najvyšší súd sa bude snažiť prezidentovi čo najviac skomplikovať odvolanie guvernéra FED-u „s uvedením dôvodu“. Vzhľadom na to, že v najbližších dvoch rokoch vyprší funkčné obdobie len bývalému Trumpovmu poradcovi guvernérovi Miranovi a 11 z 12 regionálnych prezidentov FED-u bolo opätovne vymenovaných na nové päťročné funkčné obdobie, je nepravdepodobné, že by Trump mal v dohľadnej budúcnosti vo výbore pre stanovovanie sadzieb väčšinu. Očakávame teda, že menovopolitické rozhodnutia FED-u budú vychádzať z ekonomických údajov a jeho dvojitého mandátu, a nie z politiky. V tomto prípade predpokladáme len jedno zníženie úrokových sadzieb v tomto roku, a to v júni. Napriek tomu však nezávislosť FED-u nie je s Trumpom v Bielom dome a v situácii, keď federálny dlh a náklady na jeho obsluhu prudko rastú, istá. Politizovaný FED by výrazne zvýšil infláciu a inflačné očakávania, znížil hodnotu amerického dolára a pravdepodobne zvýšil náklady na dlhodobé pôžičky.

3 Globálne hospodárstvo: odolnosť pod tlakom

Naďalej očakávame, že globálna ekonomika zostane v rokoch 2026 – 2027 odolná aj napriek zvýšenej geopolitickej neistote a obchodným treniam. V našom základnom scenári zostáva rast globálneho HDP v podstate nezmenený, pričom v roku 2026 sa medziročne zvýši o 3,1 % a v roku 2027 o 3,2 % (minulý rok: + 3,3 %). Odolnosť bude pravdepodobne spočívať na troch stabilizačných faktoroch. Po prvé, očakáva sa, že adaptácia súkromného sektora zmierni vplyv vyšších ciel a iných protekcionistických opatrení. Spoločnosti čoraz viac diverzifikujú dodávateľov a menia logistické trasy, aby obmedzili narušenia. Po druhé, digitalizácia a umelá inteligencia by mali podporiť investičnú aktivitu, najmä v USA, a urýchliť posun svetového obchodu od tovaru k službám. Po tretie, priemyselná politika vo vyspelých ekonomikách by mala čiastočne kompenzovať nepriaznivé vplyvy súvisiace s obchodom. Dotovaním výroby strategického tovaru, ako sú čipy a batérie, sa dodávateľské reťazce lokalizujú, aby sa (postupne) znížila závislosť od Číny. Riziká prognózy pre svetové hospodárstvo sú však naklonené smerom nadol, keďže ďalšie geopolitické turbulencie alebo korekcia výdavkov na umelú inteligenciu by mohli negatívne ovplyvniť investície a spotrebiteľské výdavky.



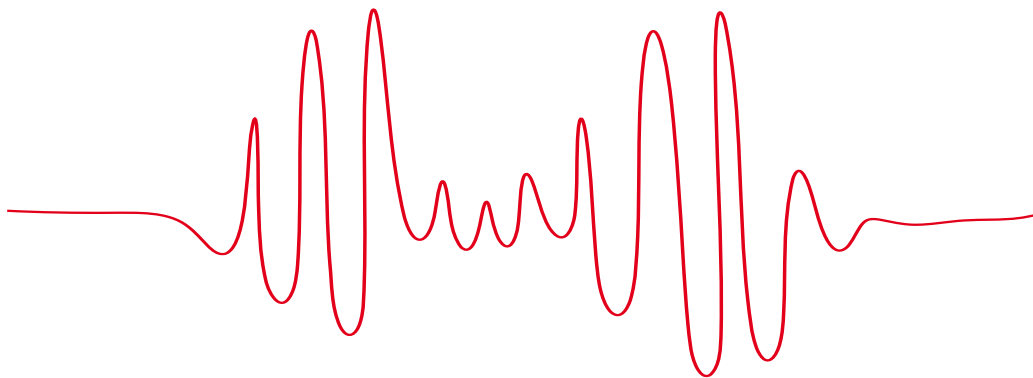


Vývoj na trhu

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

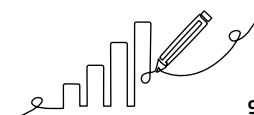
Šum...

Keď sa pozrieme na úvodné týždne roka, trhy čelili sérii geopolitických šokov, ktoré významne ovplyvnili sentiment. USA prijali ráznejšiu zahraničnú politiku vrátane zajatia venezuelského prezidenta Nicolása Madura, obnovenia tlaku na Irán a asertívneho úsilia o kontrolu nad Grónskom, čo sa považuje za súčasť širšieho súboja s Čínou o strategický vplyv a dôležité nerastné suroviny. Európski lídri reagovali rázne a varovali, že nové colné hrozby spojené s Grónskom by mohli narušiť transatlantické partnerstvo a oslabiť jednotu NATO. Napätie na Blízkom východe medzitým zostáva zvýšené, pričom hrozí jeho opätovná eskalácia a možný vplyv na trhy s energiou. Zároveň sa v dôsledku silnejšieho politického tlaku zvýšili obavy o nezávislosť amerického FED-u. Tieto udalosti spoločne zvýšili neistotu v čase, keď trhy dúfali v stabilnejší začiatok roka.



... a signál

Okrem geopolitického šumu sa trhy čoraz viac orientujú na fundamentálne faktory, ktorými sa riadia ceny aktív. Investori sledujú politické signály z amerického FED-u. Ak sa hospodárske údaje, najmä údaje z trhu práce, udržia na stabilnej úrovni, očakávanie agresívneho znižovania sadzieb sa pravdepodobne zníži. To by mohlo mierne zvýšiť výnosy štátnych dlhopisov. Výhľad pre akcie je zároveň naďalej vcelku priaznivý, pričom hlavným motorom je aj napriek pretrvávajúcej volatilita rast ziskov. Na úverových trhoch vzbudil pozornosť nárast miery delikvencie a niekoľko ojedinelých prípadov zlyhania, ale tento vývoj sa nepovažuje za systémový. Postupné rozširovanie spreadov zo súčasných úzkych úrovní sa zdá byť pravdepodobnejšie ako destabilizujúci posun. Aj komoditné trhy sa ustálili na stabilnejšom modeli. Ceny ropy by sa mali pohybovať do strany, keďže geopolitické obavy sa vyrovnávajú s dostatočnou ponukou, zatiaľ čo zlato po svojom silnom raste zaznamenáva určitú konsolidáciu, ktorú podporuje pokračujúci štruktúrny dopyt. Celkovo možno povedať, že s odznievaním počiatočného šoku z udalostí zo začiatku roka trhy filtrujú výkyvy spôsobené novinovými titulkami a zameriavajú sa na dynamiku menovej politiky, odolnosť ziskov a neskoršiu fázu úverového cyklu.



Akcie

Rok 2026 sa začal pozitívne, zostávame preto konštruktívni

Tento rok sa pre akciové trhy začal pozitívne. Podľa starého trhového príslovia, ak prvých päť obchodných dní v roku vykazuje pozitívne výsledky, je pravdepodobné, že aj celý rok sa skončí pozitívne. Od roku 1950 sa toto pravidlo prekvapivo osvedčilo v prípade indexu S&P 500: zo 47 rokov, ktoré zaznamenali kladné výnosy v prvých piatich obchodných dňoch, sa 39 rokov skončilo v kladných číslach, čo predstavuje 83 % úspešnosť. Prvých päť dní tohto roka bolo skutočne pozitívnych a okrem tohto sezónneho efektu zostáva náš v zásade konštruktívny pohľad napriek pretrvávajúcej neistote, najmä geopolitickým rizikám, zachovaný.

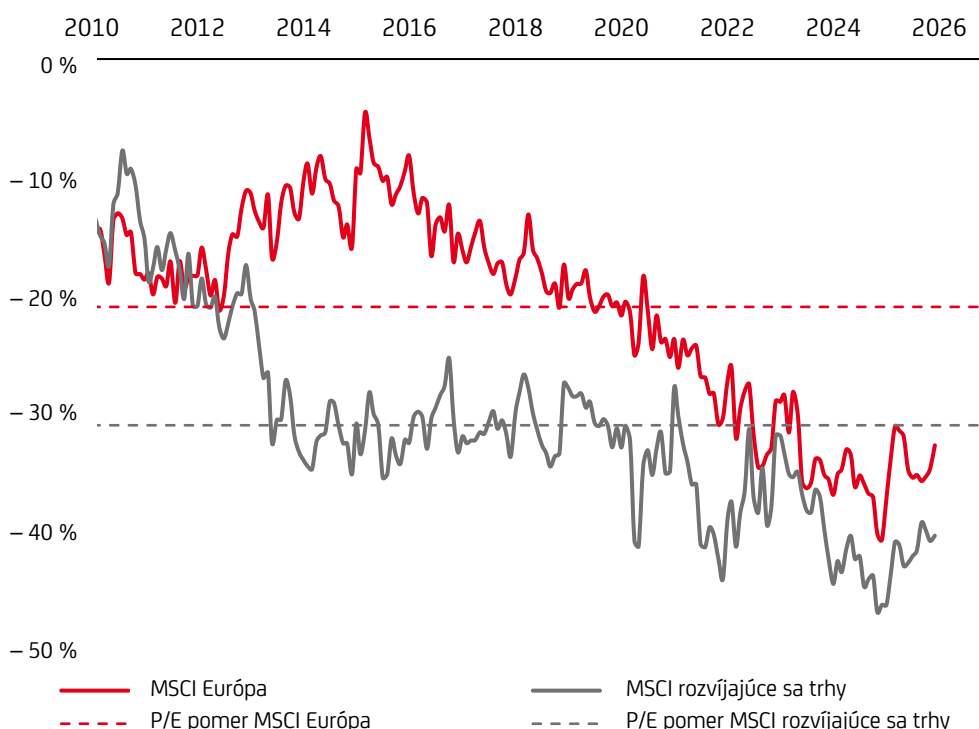
Príbeh o umelej inteligencii, ktorý je hlavným motorom amerických akcií, je naďalej dvojsečnou zbraňou: podporuje inovácie a potenciál ziskov a zároveň vyvoláva obavy z nadhodnotenia. Zároveň sa ako potenciálne prekážky ďalšej fázy rastu umelej inteligencie ukazujú nedostatočné kapacity v zásobovaní dátových centier energiou a v kapacite siete. Vplyv umelej inteligencie sa však čoraz viac rozširuje aj do iných odvetví, ako sú napríklad materiály či priemysel, a to najmä vďaka značným kapitálovým výdavkom spoločností zameraných na umelú inteligenciu.

Podľa konsenzuálnych prognóz sa očakáva, že **zisky podnikov** porastú približne o 10 % až 15 %, čo prekoná očakávaný rast ziskov v roku 2025 vo všetkých hlavných regiónoch. Vo väčšine regiónov však zostávame opatrnejší ako konsenzus zdola nahor, keďže tieto prognózy bývajú na začiatku každého roka príliš optimistické a často sa nezhodujú s očakávaniami investorov. Napriek tomu by rast ziskov v kombinácii s dividendami mal podporiť primerané výnosy z akcií. Celkovo očakávame, že akciové trhy sa v roku 2026 posunú vyššie, aj keď s nižšími výnosmi indexov ako v roku 2025.

Pokiaľ ide o **americký akciový trh**, domnievame sa, že výnosy v roku 2026 budú ťahané skôr fundamentálnym rastom ziskov – v prípade indexu S&P 500 odhadovaným na približne 14 % – než ďalšou expanziou ocenenia. Očakáva sa, že zvýšenie produktivity v technologickom sektore poháňané umelou inteligenciou bude zohrávať dôležitú úlohu. Významné príležitosti zostávajú pre lídrov v oblasti umelej inteligencie, ako sú polovodičové a softvérové spoločnosti, kde by veľké kapitálové výdavky mohli zvýšiť zisky a pomôcť zvýšiť index S&P 500 do konca roka na približne 7 600. Očakávame však vyššiu volatilitu ako v roku 2025 v dôsledku zvýšeného ocenenia, potenciálnych výkyvov v politike FED-u, geopolitických rizík a možnosti ochladenia nadšenia pre umelú inteligenciu. Investície do infraštruktúry vrátane investícií súvisiacich s rozširovaním dátových centier pravdepodobne podporia širší dopyt v sektoroch materiálov, verejných služieb, stavebníctva a financií. V dôsledku toho vidíme veľkú pravdepodobnosť väčšieho rozptylu výnosov na americkom trhu v roku 2026.

Výhľad **európskych akcií** je miernejší. Očakávame, že index Euro STOXX 50 v tomto roku vzrastie na približne 6 200 bodov, pričom ho podporí rast ziskov o približne 11 %. Fiškálne opatrenia Nemecka, zvyšujúce sa výdavky na obranu v celej Európe a silný dopyt po komoditách spôsobený investíciami do infraštruktúry umelej inteligencie by mali prospievať odvetviam materiálov, strojov, dopravy, logistiky a technológií. Na rast by však mohli vplývať riziká vyplývajúce z obchodného napätia a ciel. Okrem toho Európu čaká v roku 2026 hustý politický kalendár, ktorý môže priniesť obdobia krátkodobej volatility. Domnievame sa, že konsenzuálne očakávania zisku na rok 2026 sú trochu optimistické a citlivé na narušenie súvisiace s vývozom. Preto sme konzervatívnejší a predpovedáme rast zisku približne o 8 %. Umelá inteligencia zohráva menšiu úlohu v Európe, kde je ocenenie v porovnaní s USA stále atraktívne, ale štrukturálne rozdiely v produktivite pretrvávajú (pozri graf 2.1).

GRAF 2.1: EM A EURÓPA SA STÁLE OBCHODUJÚ S OBROVSKÝM DISKONTOM OPROTI USA
DISKONT P/E V POROVNANÍ S MSCI USA V %



Zdroj: LSEG I/B/E/S, Investment Institute UniCredit

Po minuloročnom pôsobivom 30 % zisku očakávame ďalší silný rok pre **akcie rozvíjajúcich sa trhov (EM)** a predpovedáme približne 15 % výkonnosť indexu MSCI EM v roku 2026. Tento výhľad je podporený priaznivým globálnym makroekonomickým prostredím, silným dopytom súvisiacim s umelou inteligenciou, z ktorého profitujú technologicky orientované trhy EM, a širokou geografickou diverzifikáciou, čo všetko prispieva k našej prognóze robustného 19 % rastu ziskov v roku 2026. Ocenenie síce vzrástlo (firmy v indexe MSCI EM sa v súčasnosti obchodujú v priemere za 13,6-násobok forwardových ziskov a index sa stále obchoduje s približne 40 % diskontom oproti akciám v USA (pozri graf). V rámci EM Čína naďalej čelí štrukturálnym obmedzeniam rastu (čo zdôraznilo spomalenie jej hospodárskeho rastu na 4,5 % medziročne v 4. štvrťroku 2025), zatiaľ čo iné trhy, ako napríklad Taiwan a Kórea, majú tendenciu viac priamo profitovať z cyklu umelej inteligencie a polovodičov. Medzi hlavné riziká patria rastové alebo politické šoky zo strany USA alebo Číny, ako aj obnovené obavy z bubliny spôsobenej umelou inteligenciou. Výzvou pre EM by bolo aj dlhšie obdobie silného dolára (čo nie je náš základný scenár).

Pevne úročené cenné papiere

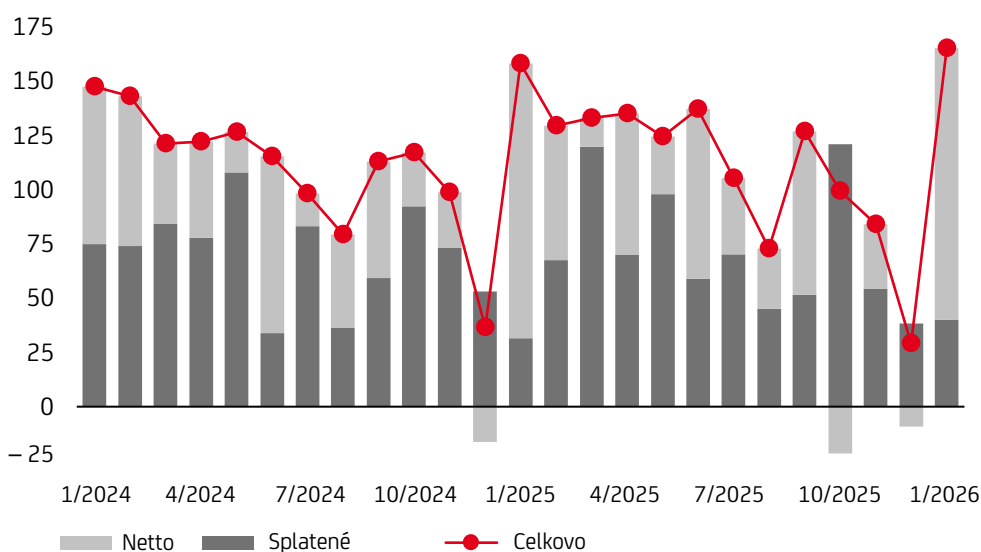
Ponuka EGB bola napriek volatilitite trhu ľahko absorbovaná

Štátne dlhopisy vo väčšine vyspelých krajín zažili počas prvých týždňov roka jazdu na horskej dráhe. Po poklese výnosov, pri ktorom sa krivky vo všeobecnosti sploštili, sa krivky v dôsledku najnovšieho geopolitického vývoja naklonili nadol. Najväčší vplyv mali tri udalosti: **1.** Napätie v **Iráne** zvýšilo ceny komodít a opäťovne oživilo trhové inflačné očakávania v eurozóne a USA. **2.** V Japonsku oznámenie premiérky **Sanae Takaičiovej** o konaní predčasných volieb s cieľom využiť svoj vysoký rating a upevniť si parlamentnú väčšinu spôsobilo masívny výpredaj dlhodobých štátnych dlhopisov v dôsledku očakávaní agresívnych fiškálnych stimulov. **3.** Zámer prezidenta Trumpa prevziať kontrolu nad **Grónskom** našttrbuje vzťahy USA s ich európskymi spojencami. Výnosy EGB a UST sa následne zvýšili, keďže investori očakávajú, že verejné dlhové agentúry zvýšia ponuku dlhopisov, a to jednak na podporu ekonomík v prípade oznámenia nových cieľ, jednak na financovanie výdavkov na obranu.

Vysoká volatilita neovplyvnila schopnosť investorov absorbovať nedávnu emisnú aktivitu. V januári by mali dlhové agentúry eurozóny predať dlhopisy v objeme približne 160 miliárd eur, čím by pravdepodobne prekonalí mesačný rekord z júna 2020 (161 miliárd eur). Kvalita objednávok a ceny nových dlhopisov naznačujú, že ich prijatie bolo doteraz dobré.

GRAF 2.2: VYSOKÁ EMISNÁ AKTIVITA V JANUÁRI

SPLATENIA, ČISTÁ A HRUBÁ PONUKA ŠTÁTNÝCH DLHOPISOV EUROZÓNY (V MLD. EUR)



Zdroj: agentúry pre dlh eurozóny, Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Výnos 10-ročných Bundov sa opäť priblížil k oblasti 3 % a výnos 10-ročných UST sa obchoduje na najvyššej úrovni od augusta. Očakávania vysokej ponuky a skutočnosť, že ECB aj FED budú na svojich nadchádzajúcich zasadnutiach pravdepodobne znieť opatrne, obmedzujú možné oživenie EGB a UST a v nasledujúcich týždňoch by mohli zostať volatilné. Napriek tomu pochybujeme, že ide o začiatok nového trendu rastu výnosov, keďže ekonomická neistota je stále vysoká a likvidita bohatá a keďže si myslíme, že oportunistickí investori sa budú snažiť profitovať z posledných pohybov a uzamknúť atraktívne výnosy. Dopyt po talianskych cenných papieroch bol v posledných týždňoch zdravý, pričom spread sa obchodoval pod 70 bázickými bodmi. To je vzhľadom na nedávnu volatilitu na trhoch podporné.

Firemné úvery: žiadne systémové riziko v dohľade

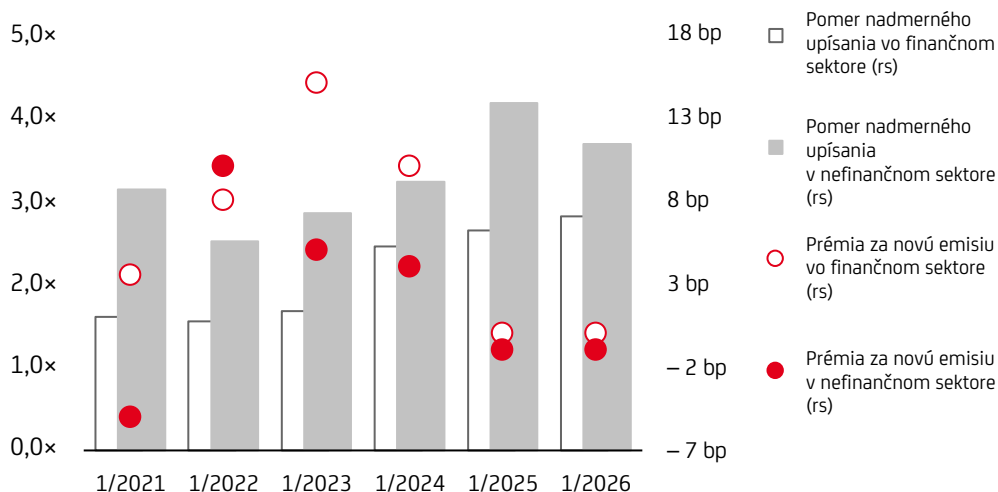
Podnikové úvery začali nový rok na silnom základe. Napriek bohatej ponuke nových dlhopisov zostali prémie za kreditné riziko stabilné. V dôsledku toho zostali obchody „carry“ kľúčovým zdrojom celkového výnosu. Ponuka nových dlhopisov sa stretla so silným dopytom investorov, pričom väčšina emisií výrazne prevyšovala ponuku, čo svedčí o veľkom apetíte po úverovom riziku. Dôvodom veľkého záujmu o úverové riziko podnikov je skutočnosť, že úverové ukazovatele sú solídne, emitenti naďalej dodržiavajú konzervatívnu finančnú politiku a miera zlyhania zostáva nízka. Silný dopyt po nových emisiách viedol k veľkému nadúpisu (medián 3,7x) – druhému najvyššiemu za posledných šesť rokov – a mierne zápornej mediánovej prémii nových emisií.

V prípade finančných spoločností sa veľmi dobre vyvíjali aj **úverové rozpätia**. Pozitívny sentiment podporili dobré výsledky veľkých amerických bánk za 4. štvrtrok 2025 a konštruktívne komentáre európskych bánk. Aj napriek významným geopolitickým správam a udalostiam týkajúcim sa Venezuely, Iránu a Grónska bol záujem investorov o obchody na primárnom trhu veľmi silný. V prípade prioritných dlhopisov v eurách, ktoré tento mesiac vydali finančné spoločnosti, je mediánové precenenie 2,8-násobné, čo je najvyššia úroveň za posledných šesť rokov, a to napriek veľmi vysokej primárnej ponuke dlhopisov. Aj priemerná prémie za nové emisie sa blížila k nule v porovnaní s rozpätím 1 až 13 bázičných bodov, ktoré sa vyskytlo v rokoch 2021 až 2025. To znamená, že emitenti cenných papierov zo segmentu finančných spoločností môžu nové obchody oceňovať podľa krivky sekundárneho trhu. Oba ukazovatele poukazujú na silný sentiment na primárnom trhu napriek geopolitickým udalostiam okolo Venezuely a Iránu.

V 1. polroku 2026 však očakávame určitú volatilitu. Riziká vyplývajú z rastúceho objemu úverovej angažovanosti, ktorá sa presunula z tradičného bankového sektora do nebankových finančných inštitúcií (NBFI). To má dva dôsledky: **1.** banky čoraz viac poskytujú financovanie súkromným úverovým fondom, aby sa mohli zapájať do rizikovejších úverových aktivít a **2.** existujú obavy, že ukazovatele kvality aktív vykazované bankami nemusia plne odrážať základné riziko ich úverových portfólií. Vzhľadom na ich solídnu úverovú kvalitu, ktorá sa pravdepodobne potvrdí počas nadchádzajúcej výsledkovej sezóny, by však nefinančné spoločnosti investičného stupňa mali zostať stabilné. Na druhej strane úvery s **vysokou beta** hodnotou (vysokovýnosný a podriadený dlh) sú citlivejšie na vedľajšie účinky. Napokon, napriek miernemu rastovému tlaku na rozpätia IG aj HY v nadchádzajúcich mesiacoch zostávajú obchody carry kľúčovým zdrojom výnosov. Finančné tituly by mohli zaostávať za nefinančnými, ak bude rozširovanie rozpätí poháňané rastúcimi obavami o zmenu úverového cyklu. Ďalšie podrobnosti o našich prognózach rozpätia podnikových úverov nájdete v tabuľke rizikových aktív.

GRAF 2.3: JANUÁROVÉ UKAZOVATELE DOPYTU NA PRIMÁRNOM TRHU

VYSOKÉ POMERY PONUKY NA KRYTIE A NÍZKE PRÉMIE NOVÝCH EMISIÍ TENTO MESIAC ZATIAĽ ODRÁŽAJÚ SILNÝ DOPYT NA PRIMÁRNOM TRHU



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Devízové trhy

USD pod tlakom, keďže sa opäť objavuje neistota v súvislosti s politikou USA

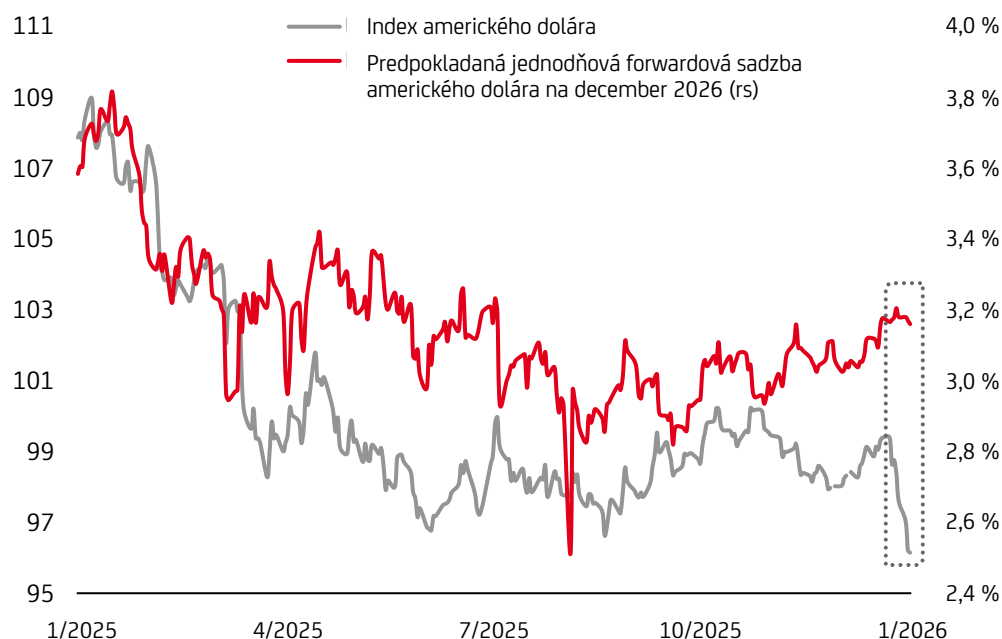
Od polovice januára sa americký dolár dostal pod opätovný tlak na znehodnotenie, keďže sa opäť objavili geopolitické riziká, rastúce obchodné napätie a obavy týkajúce sa nezávislosti FED-u. Signály, že americké úrady môžu byť ochotné podieľať sa na koordinovaných trhových intervenciách s cieľom zastaviť oslabovanie JPY, po ktorých nasledovali Trumpove výroky vítajúce slabší dolár („Myslím si, že je to skvelé“), dodali **oslabovaniu USD** ďalší impulz. Tieto vyhlásenia Bieleho domu možno interpretovať ako prejav politiky uprednostňujúcej slabší americký dolár s cieľom podporiť vývoz z USA a znížiť obchodný deficit.

Zvýšená politická neistota a obavy o udržateľnosť fiškálneho dlhu spolu s eskaláciou geopolitického a obchodného napätia oživil diskusie o globálnej dedolarizácii. Nedávne tempo oslabovania USD bolo porovnateľné s pohybmi na trhu pozorovanými po „Dni oslobodenia“, ale rozsah pohybu je stále mierny v porovnaní s tým, čo sa stalo v 2. štvrtroku 2025. Na rozdiel od apríla 2025 zatiaľ zostalo prelievanie UST na trh obmedzené a americký dolár sa oddelil od krátko konca krivky, keďže forwardové sadzby federálnych fondov klesli len nepatrne. Táto divergencia naznačuje, že buď bol výpredaj USD nadmerný, alebo sa krivka USD môže ešte upraviť ďalším zošíkmením.

Prekonanie kurzu EUR-USD nad minuloročné maximum a cez **úroveň 1,20** znamená riziko, že referenčné pásmo pre menový pár sa môže posunúť z 1,15 – 1,20 na 1,20 – 1,25. Stabilizácia v oblasti 1,20 – 1,22 je pravdepodobná, ak USD podporí očakávaný opatrný prístup FED-u a znížený politický hluk zo strany americkej administratívy (menej pravdepodobný). Vzhľadom na ústrednú úlohu jenu pri nedávnom pohybe USD by výsledok japonských volieb 8. februára mohol USD priniesť aj krátkodobú úľavu, najmä ak politické riziká spôsobia obnovenie tlaku na JPY. Aj v tomto scenári sa riziká poklesu pre menový pár EUR-USD pravdepodobne obmedzia na oblasť 1,18. Ak bude pretrvávajúca politická neistota, mohlo by to pripraviť pôdu pre trvalejší trend oslabovania USD. Ak však americká administratíva nerozšíri svoj vplyv na dlhý koniec výnosovej krivky, prudký nárast nákladov na obsluhu dlhu sa môže stať disciplinujúcim faktorom, ktorý pomôže zabrániť nadmernému alebo chaotickému poklesu USD.

GRAF 2.4: AMERICKÝ DOLÁR SA ODDEĽUJE OD SADZIEB, KEĎŽE SA OBJAVUJE TÉMA DEDOLARIZÁCIE

INDEX AMERICKÉHO DOLÁRA A IMPLIKOVANÉ JEDNODŇOVÉ SADZBY USD NA DECEMBER 2026



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Komodity

Ropa

Ropné trhy končia január s cenami ustálenými približne na úrovni 65 USD/barel, keďže vysoká ponuka naďalej kompenzuje prchavú podporu geopolitických šokov. Riziková prémie, ktorá sa objavila začiatkom januára, ustúpila len čiastočne, pričom ceny sú stále poistené proti prípadnému narušeniu. Odstránenie venezuelského prezidenta Nicolása Madura, ktoré zorganizovali Spojené štáty, spôsobilo nestabilitu, ale malo len zanedbateľný vplyv na ceny, pretože výrazne obmedzená výrobná kapacita Venezuely ponecháva len malý priestor na významné zmeny v krátkodobej rovnováhe ponuky. Z dlhodobejšieho hľadiska by však obnovenie investícií a politická stabilizácia mohli priniesť na trh ďalšie barely z Venezuely, čo by zvýšilo riziko ďalšieho poklesu cien.

Predpokladaný nárast zásob o 2,8 mil. barelov denne na rok 2026 podľa EIA poukazuje na pretrvávajúci prebytok, čo je v ostrom kontraste s očakávaniami OPEC, že trh bude do veľkej miery vyvážený. IEA medzitým mierne znížila svoje prognózy prebytku, čo odráža silnejšie predpoklady dopytu, hoci naďalej vidí štrukturálne nadmernú ponuku na trhu. Vzhľadom na to, že zásoby na mori sú už zvýšené, ďalšie barely sa môžu presunúť do skladovacích priestorov na pevnine, čo v krátkodobom horizonte zvýši tlak na pokles cien. Čínske strategické zásoby prispievajú k ďalšej neprehľadnosti. V krátkodobom až strednodobom horizonte je pravdepodobné, že geopolitické vzplanutia prinesú len krátkodobú podporu na úrovni sentimentu namiesto toho, aby viedli k významnej zmene fundamentov. V tejto situácii sa cítime spokojní s našou prognózou na rok 2026, ktorá sa pohybuje v rozmedzí **60 – 65 USD za barel**.

Zemný plyn

Referenčná cena zemného plynu v Európe (TTF) vyskočila od začiatku roka až o 40 %, keďže chladné počasie a geopolitické napätie vyprovokovali predtým spokojný trh. Jedným zo zdrojov volatility bola nízka úroveň zásob v porovnaní s poslednými rokmi. Európske zásoby plynu nedávno klesli pod 50 % kapacity, čo je o 10 percentuálnych bodov menej ako v rovnakom období predchádzajúceho roka. Nižšia štartovacia úroveň a chladné počasie v posledných týždňoch spôsobili tlak na zásoby, a tým vyvolávajú obavy o potrebu doplnenia zásob na zimu 2026 – 2027. Geopolitický vývoj ďalej zvýšil volatility na trhoch s plynom. Na jednej strane nepokoje v Iráne môžu spôsobiť narušenie tokov LNG. Na druhej strane, obchodná vojna medzi USA a EÚ by znamenala slabšiu hospodársku aktivitu, čo by mohlo znížiť ceny plynu. Ak nedôjde k väčším geopolitickým otrasom, očakávame, že táto cenová volatility sa zníži. Znovu potvrdzujeme našu prognózu ceny TTF na rok 2026 vo výške **30 – 35 EUR/MWh**, hoci poznamenávame, že cena by mohla v najbližšom období dočasne prekročiť toto rozpätie. Neskôr v tomto roku očakávame pokojnejšie trhy s plynom, keďže sa začnú realizovať významné nové dodávky, najmä v Severnej Amerike.

Zlato

Zlato začalo rok silne, keď prekročilo hranicu **5 000 USD/unca**, a to v dôsledku geopolitického napätia po zajatí venezuelského prezidenta Madura Spojenými štátmi. Konfrontácia medzi USA a Európou v súvislosti s Grónskom a rastúce napätie v Iráne prispeli k ďalšej neistote a posilnili dopyt po bezpečných prístavoch. Trh naďalej podporovali aj štrukturálne faktory, hoci menej intenzívne ako predtým. Nákupy centrálnych bánk zostávajú stabilné, ETF naďalej zaznamenávajú stabilný prílev a reálne výnosy sa výrazne nepohli. Tieto faktory pomáhajú udržať strategický význam zlata, ale vzhľadom na už veľmi vysoké ceny a geopolitické riziko, ktoré sa čoraz viac zohľadňuje, sa zvyšuje pravdepodobnosť dočasného poklesu, aj keď širší konštruktívny trend zostáva neporušený.



Tabuľky s prognózami

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A SÁLD ŠTÁTNYCH ROZPOČTOV

	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	2,2	2,4	2,0	2,7	2,9	2,6	- 7,4	- 7,9	- 8,0
Eurozóna	1,4	1,0	1,4	2,1	1,8	1,9	- 3,4	- 3,7	- 3,6
Nemecko	0,2*	1,2*	1,9*	2,2	1,6	2,0	- 2,4	- 4,3	- 4,3
Francúzsko	0,8	0,9	1,1	1,0	1,3	1,4	- 5,4	- 5,0	- 4,6
Taliansko	0,5	0,6	0,8	1,5	1,4	1,6	- 3,1	- 2,9	- 2,7
Španielsko	2,9	2,1	1,8	2,7	2,1	2,0	- 2,5	- 2,1	- 2,2
UK	1,4	0,9	1,2	3,4	2,3	2,0	- 4,5	- 3,8	- 3,5
Čína	5,0	4,1	3,8	- 0,3	0,5	1,0	- 8,5	- 8,0	- 8,0
Japonsko	1,0	0,8	0,8	3,0	2,1	2,0	- 3,1	- 4,0	- 3,8
India	7,3	6,4	6,4	2,8	4,0	4,0	- 7,2	- 7,1	- 6,9

Zdroj: Investment Institute UniCredit

* Údaje mimo WDA. Upravené na pracovné dni: 0,3 % (2025), 0,9 % (2026) a 1,8 % (2027)

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNYCH BÁNK

	Aktuálne	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27
Fed	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
ECB	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
BOE	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
BoJ	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,25
Riksbank	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norges Bank	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Zdroj: Investment Institute UniCredit

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	26. 1. 2026	1Q26	2Q26	3Q26
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,04	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,11	2,10	2,10	2,10
10-ročný nemecký dlhopis	2,87	2,75	2,80	2,85
2Y EUR swap	2,27	2,25	2,25	2,25
10-ročný EUR swap	2,89	2,80	2,85	2,90
10-ročné rozpätie swap – Bund	3	5	5	5
2Y BTP	2,19	2,30	2,30	2,30
10Y BTP	3,46	3,45	3,50	3,55
10-ročné rozpätie BTP – Bund	59	70	70	70
USA				
Sadzba Fed	3,75	3,75	3,50	3,50
3M OIS SOFR	3,67	3,56	3,35	3,35
2Y UST	3,59	3,70	3,70	3,65
10Y UST	4,21	4,25	4,25	4,25
10-ročné rozpätie UST – Bund	134	150	145	140

PROGNÓZY PRE DEVÍZOVÉ TRHY

	26. 1. 2026	1Q26	2Q26	3Q26
EUR – USD	1,19	1,14	1,16	1,17
USD – JPY	153	154	150	148
EUR – JPY	183	176	174	173
GBP – USD	1,37	1,30	1,29	1,28
EUR – GBP	0,87	0,88	0,90	0,91
USD – CNY	6,95	7,10	7,09	7,08
EUR – CNY	8,30	8,09	8,22	8,28

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	26. 1. 2026	Polovica roka 2026	Koniec roka 2025
Ropa			
Brent USD/barel	66,0	62,5	62,5
Akcie			
Euro STOXX 50	5 948	5 900	6 200
STOXX Europe 600	608	600	630
DAX	24 901	25 500	27 000
MSCI Taliansko	117	118	123
S&P 500	6 916	7 200	7 600
Nasdaq 100	25 605	27 000	28 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	69	95	90
iBoxx Banks Senior	64	95	87
iBoxx High Yield NFI	255	325	300

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

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

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



Vývoj vybraných indexov finančného trhu

Od	26. 1. 2021	26. 1. 2022	26. 1. 2023	26. 1. 2024	26. 1. 2025	26. 1. 2026	1. 1. 2026
Do	26. 1. 2022	26. 1. 2023	26. 1. 2024	26. 1. 2025	26. 1. 2026	26. 1. 2026	26. 1. 2026

INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI Svet (v USD)	10,2	- 4,8	18,3	22,3	19,6	81,2	2,4
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	- 10,6	- 10,2	- 3,6	13,5	42,4	23,7	7,5
MSCI USA (v USD)	12,2	- 5,7	22,8	26,9	15,0	89,0	1,5
MSCI Európa (v EUR)	18,7	1,0	10,3	14,2	18,2	77,4	2,9
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	- 10,2	- 6,1	- 0,2	12,7	35,4	28,0	6,1
STOXX Europe 600 (v EUR)	17,7	0,2	10,2	14,4	18,8	75,9	3,0
DAX 40 (Nemecko v EUR)	11,5	- 2,1	12,1	26,6	16,5	82,7	1,8
MSCI Taliansko (v EUR)	24,2	2,7	23,2	28,5	30,9	164,6	0,3
ATX (Rakúsko, v EUR)	34,1	- 9,4	8,8	17,6	50,4	133,5	3,7
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	13,5	- 3,8	3,8	13,2	10,4	39,9	- 1,0
S&P 500 (USA, v USD)	14,6	- 5,1	22,4	26,4	15,4	94,0	1,6
Nikkei (Japonsko, v JPY)	- 3,8	3,6	33,4	12,2	35,0	102,1	5,1
CSI 300 (Čína, v juanoch)	- 13,0	- 9,2	- 18,3	18,5	26,1	- 5,2	1,8

INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	- 4,3	- 11,4	- 1,8	0,2	8,1	- 9,7	- 0,4
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	- 3,8	- 17,3	2,0	0,2	0,6	- 18,1	0,4
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 3,8	- 15,3	2,5	2,2	2,2	- 12,7	0,6
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 1,8	- 11,4	5,0	4,8	4,0	- 0,7	0,5

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

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	81	165	66	50	- 41	317	7
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	45	229	9	29	28	341	0
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	49	236	10	14	14	322	- 5
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	52	299	- 18	- 24	- 4	309	- 6

VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)

Americký dolár (EUR – USD)	- 7,1	- 3,4	- 0,2	- 3,9	13,0	- 2,6	0,7
Britská libra (EUR – GBP)	- 5,9	5,4	- 2,9	- 1,3	2,8	- 2,3	- 0,6
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	- 3,7	- 3,7	- 6,1	0,8	- 2,9	- 14,4	- 1,0
Japonský jen (EUR – JPY)	2,3	9,7	13,6	1,9	11,4	44,8	- 0,9

KOMODITY (ZMENA V %)

Komoditný index (GSCI, v USD)	- 1,9	5,2	4,0	36,7	80,8	164,6	17,4
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	34,3	- 6,5	- 15,5	9,6	29,2	49,9	6,3
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	- 1,1	5,1	4,7	37,4	83,9	175,9	18,0
Ropa (Brent, v USD za barel)	60,8	- 2,8	- 6,4	- 3,5	- 16,4	17,3	7,8

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 26. januáru 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

Manuela D'Onofrio,
predsedníčka

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

Philip Gisdakis,
CIO, Nemecko

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Oliver Prinz,
CIO, Rakúsko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
vedúci oddelenia
makroekonomických analýz

Daniel Vernazza

VEDÚCI REDAKTORI

Chiara Silvestre

Tobias Keller

VÝROBA

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DIZAJN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevič

Kim Steinsberger

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 predat' 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, novínok, 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 reprodukovat' 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 26. januáru 2026.