

Compass

2026



Predslov

1. decembra 2025

Vážení klienti,

s potešením vám predstavujeme *Kompas 2026*, našu hlavnú výročnú publikáciu, ktorá ponúka osobitý európsky pohľad na svetové hospodárstvo a finančné trhy.

Trump 2.0 sa ukázal ako búrlivejší a rušivejší, než si mnohí ešte pred rokom predstavovali. Starý svetový poriadok sa rozpadá, ale nový sa ešte neutvoril. Črtajú sa však niektoré nové kontúry: viac intervencionistický štát, prevaha národných záujmov nad medzinárodnými pravidlami a väčšia orientácia USA smerom dovnútra.

Napriek vytrvalému globálnemu rastu v roku 2025 a vysokej výkonnosti akciových trhov, ktorú podporil rozmach umelej inteligencie, pretrváva neistota. Nadšenie z transformačného potenciálu umelej inteligencie tlmia obavy z doznievajúceho Pax Americana. Americký dolár oslabil v rámci veľkých svetových mien približne o 10 %, zatiaľ čo zlato vzrástlo na rekordné hodnoty.

Pri pohľade do budúcnosti je pravdepodobné, že udalosti roka 2026 budú v rovnakom duchu. Umelá inteligencia zostane dominantným naratívom na trhu, zatiaľ čo nepredvídateľná politika prezidenta Donalda Trumpa bude naďalej vnášať volatilitu do obchodu, fiškálnej politiky, bezpečnosti a imigrácie. Medzi naše hlavné obavy patrí potenciálna politizácia FED-u.

V tomto prostredí je pre investorov nevyhnutná agilita a diverzifikácia. Ocenenie zostáva zvýšené, čo nedáva veľa priestoru na neuspokojivé údaje a posilňuje význam selektívneho umiestnenia a riadenia rizík.

Prečítajte si druhé vydanie publikácie *Kompas*, v ktorom tieto témy podrobne rozoberieme a načrtneme ich dôsledky pre investorov.

S prianím všetkého najlepšieho v budúcom roku!

Manuela

Manuela D'Onofriová
predsedníčka Investment Institute

Fabio

Fabio Petti
podpredseda Investment Institute

NOVÁ PODOBA SVETA? 2

Trumpove dotrasy

NÁŠ PRÍBEH 3

VŠEOBECNÉ PREDPOKLADY 4

2026: rok geoeconomických úprav, nie prevratov

TRHOVÉ PREDPOKLADY 14

Opatrný optimizmus:
optimistické nálady sa stretávajú
s geopolitickou realitou

NAJDÔLEŽITEJŠIE PRÍBEHY ROKA 2026 21

1. Prebudenie Európy v roku 2026 do reality
2. Dilema Európy týkajúca sa kritických surovín
3. Riziká a príležitosti na súkromnom úverovom trhu

ČO AK SA MÝLIME? 30

1. Prudký nárast investícií do umelej inteligencie: ignorujeme riziká?
2. Mohla by Európa nahradiť USA ako referenčný trh?

INVESTIČNÉ PRESVEDČENIA 38

TABUĽKY S PROGNÓZAMI 40



Nová podoba sveta?

Edoardo Campanella,
riaditeľ a šéfredaktor, Investment Institute

Trumpove dotrasy

V seizmológii po silnom zemetrasení zvyčajne nasledujú dotrasy – menšie otrasy, ktoré môžu určitý čas pretrvávať, kým sa zemská kôra prispôbi. Ak sa rok 2025 niesol v znamení Trumpovho zemetrasenia z druhého zvolenia, rok 2026 sa bude niesť v duchu dotrasov. Svetovú ekonomiku na budúci rok pravdepodobne opäť čakajú turbulencie, hoci ich rozsah bude oveľa menší ako v tomto roku.

Americký prezident Donald Trump má stále veľa možností, ako otriast trhmami, a nebude váhať konať, ak uvidí politickú výhru, bez ohľadu na to, aká krátkozraká táto stratégia môže byť. Od svojho návratu do Bieleho domu však otvoril toľko frontov takým radikálnym spôsobom, že akýkoľvek budúci krok bude pravdepodobne skôr postupný, než rozsiahly.

POLITICKÉ OBMEDZENIA

Vzhľadom na blížiacu sa voľbu v polovici volebného obdobia bude Trump pravdepodobne konať opatrne, aby sa vyhol destabilizácii hospodárstva prostredníctvom šokových krokov. Vzhľadom na klesajúcu podporu sa Trump pokúša riešiť krízu cenovej dostupnosti prehodením cien na potraviny a prerozdelením časti príjmov z cien medzi všetkých Američanov okrem najlepšie zarábajúcich.

Rovnako mu budúci rok zviažu ruky mnohé politické rozhodnutia prijaté v roku 2025. Pri deficite federálneho rozpočtu nad 6 % HDP nie je priestor na ďalší Veľký krásny zákon. Budúci rok sa naplno prejavia fiškálne opatrenia schválené pred letom. Prepustenie a zmrazenie prijímania zamestnancov medzitým spôsobilo, že federálne agentúry majú nedostatok zamestnancov, čo obmedzuje možnosti ďalších škrtov. Ďalší „Deň oslobodenia“ v podobe globálneho zvýšenia cien je mimo hry. USA sa stále vyrovnávajú s prvým kolom recipročných cien. Pravdepodobnejšie je, že Trump prehodnotí konkrétne najnovšie obchodné dohody a pohrozí novými protekcionistickými opatreniami, aby získal vplyv na niektoré krajiny, ak by sa napätie vystupňovalo.

Hlavná neistota spočíva vo FED-e. Politické zásahy budú pravdepodobne narastať, ale systém brzd a protiváh – vrátane Najvyššieho súdu – robí úplné prevzatie moci nepravdepodobným. Do roku 2027 predpokladáme už len dve zníženia sadzieb, keďže prirodzená sadzba sa v podmienkach rozmachu umelej inteligencie, nízkych úspor domácností a vysokého fiškálneho deficitu posúva vyššie.

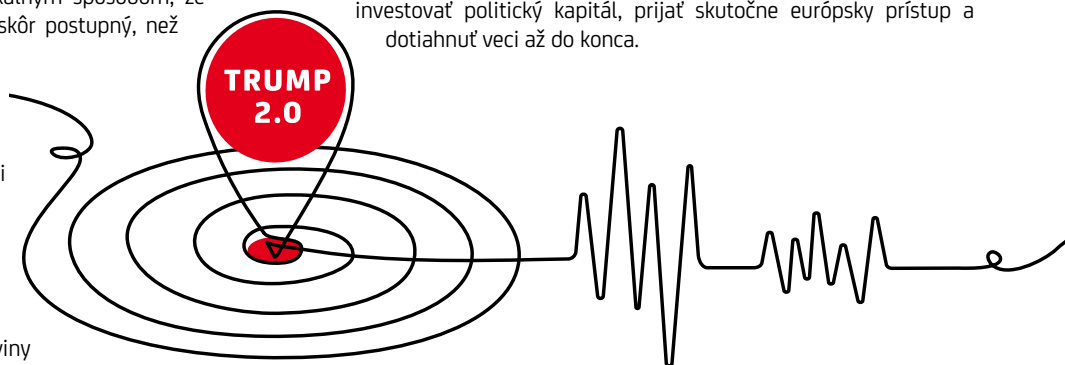
TRUMPOVE DOTRASY BUDÚ CITEĽNÉ NA CELOM SVETE

Čína sa už takmer desať rokov pripravuje na rozpad globálneho poriadku. Stratégia sebestačnosti sa jej vypláca, a to aj v oblasti polovodičov, kde je Čína tradične závislá od USA. Hoci sú plody tohto prezieravého politického prístupu viditeľné na strane ponuky, keďže čínska výroba sa jednoznačne posunula nahor v globálnych hodnotových reťazcoch, domáci dopyt je stále príliš slabý. Závislosť na vývoze tak zostáva silná a je zdrojom zraniteľnosti. Obchodné prímerie s Washingtonom bude pravdepodobne trvať do jesene budúceho roka, ale Peking sa v prípade potreby nebude zdráhať používať vývoz kritických materiálov ako zbraň.

Zároveň sa pravdepodobne zintenzívnia technologické preteky s USA, pričom Čína sa bude viac zameriavať na aplikácie umelej inteligencie a USA na základné modely umelej inteligencie.

Európa sa snaží prispôsobiť Trumpovmu chaosu, ktorý sa riadi výlučne národnými záujmami. Po odvážnych oznámeniach v roku 2025 – nemeckej fiškálnej bazuke a významných obranných iniciatívach – musí byť rok 2026 rokom implementácie a realizácie v praxi. Dotrasy, ktoré budú menej intenzívne ako pôvodné zemetrasenie, môžu oslabiť odhodlanie Európy čeliť novým výzvam a zvýšiť pravdepodobnosť čiastkového prístupu.

Na budúci rok však možno uvidíme vznik koalícií ochotných v oblastiach, v ktorých je možné dosiahnuť zmysluplný pokrok. Potrebná je ochota investovať politický kapitál, prijať skutočne európsky prístup a dotiahnuť veci až do konca.



DÔSLEDKY PRE TRH

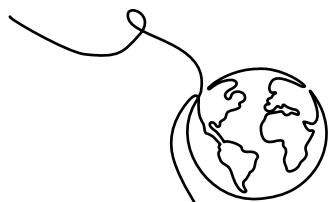
Pre trhy bude následný otras určite menej destabilizujúci ako pôvodný šok. Z tohto dôvodu sa tlak na americký dolár môže trochu zmierniť, aj keď jeho budúcnosť ako bezpečného prístavu zostáva neistá. Podobne aj výnosy štátnych dlhopisov na oboch stranách Atlantiku budú v horizonte našej prognózy pravdepodobne mierne vyššie. Zlato môže stále profitovať z neistoty, ktorú vyvoláva prechod od starého globálneho poriadku k novému.

Globálne akciové trhy by mali v budúcom roku ďalej stúpať. Celkovo zostáva príbeh umelej inteligencie nedotknutý. Podľa nášho názoru bublina umelej inteligencie neexistuje, to však neznamená, že s ňou nie sú spojené žiadne riziká. Musíme sa však na ne pozerieť správnou optikou. Porovnanie s bublinou dotcom je zavádzajúce. Mať 7 nie sú začínajúce podniky so zaujímavými podnikateľskými nápadmi, ale bez produktov, ktoré by mohli predávať. Sú to vyspelé podniky s dostatkom hotovosti, ktoré generujú zisk. Lepšou analógiou je železničná mánia v polovici 19. storočia vo Veľkej Británii. Bublina vtedy spľasla v dôsledku nadmernej finančnej páky a nadmernej kapacity. Kľúčovou zraniteľnou oblasťou rozmachu umelej inteligencie je budovanie infraštruktúry umelej inteligencie, kde je vysoké riziko reinvestovania.

Prvý rok vlády Trumpa 2.0 priniesol rozvrat; to, čo bude nasledovať v roku 2026, bude pravdepodobne skôr fázou prispôbovania než ďalším tektonickým posunom.

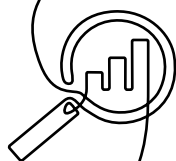


Náš príbeh



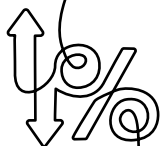
GLOBÁLNE

- Obchodné napätie pretrváva
- Súperenie medzi USA a Čínou sa vyostreje a Európa je medzi nimi stlačená
- Globálna ekonomika vykazuje adaptívnu vytrvalosť



RAST

- Solídna, ale nerovnomerná, hospodárska expanzia v USA
- Mierny rast v eurozóne, pričom Nemecko začalo používať fiškálnu bazuku
- Mierna expanzia v Japonsku
- Ďalšie spomalenie v Číne



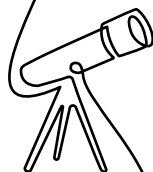
INFLÁCIA

- Nad cieľovou hodnotou v USA
- V eurozóne takmer 2 %
- Približovanie sa k cieľu v Japonsku
- Deflačný tlak v Číne



HLAVNÉ CENTRÁLNE BANKY

- FED do roku 2027 ešte dvakrát zníži
- ECB pozastaví v roku 2026; jedno zvýšenie koncom roka 2027
- BoJ bude postupne zvyšovať sadzby
- PBoC ďalej uvoľňuje menovú politiku

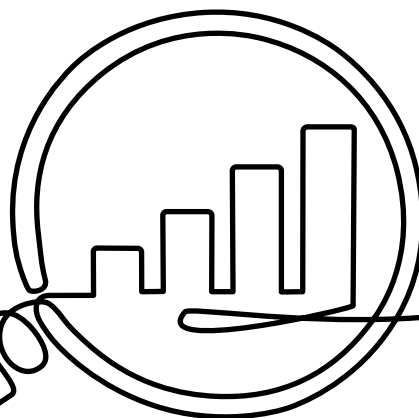


TRIEDY AKTÍV

- Výnosy štátnych dlhopisov mierne vzrástli v USA aj v eurozóne
- Pokračujúci rast globálnych akcií pri pretrvávajúcej dynamike umelej inteligencie
- Slabý americký dolár stráca na intenzite
- Ceny energií sa celkovo stabilizujú
- Zlato podporujú intaktné dlhodobé faktory



Všeobecné predpoklady



EDITORI

Tullia Buccová

Andreas Rees

AUTORI

Tullia Buccová

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyánová

Mauro Giorgio Marrano

Roberto Mialich

Andreas Rees

Marco Valli

Daniel Vernazza

2026: rok geoeconomických úprav, nie prevratov

Rok 2025 sa končí v znamení opatrného optimizmu po búrlivom období obchodných vojen a neistých prímerí. Mnohé krajiny uzavreli s USA rýchle dohody o clách, aby zabránili totálnej obchodnej vojne vrátane obchodného prímeria, ktoré Čína uzavrela s USA na konci októbra. Tieto dohody upokojili finančné trhy, ale nevyriešili základné geoeconomické napätie. Namiesto toho sa svetový obchod rozpadá na súperiace bloky a politici sa obávajú, že by sa mohla rozpútať nová búrka. Podľa nášho názoru je základným scenárom pre rok 2026 pokračovanie geoeconomických treníc bez toho, aby prerástli do úplnej obchodnej vojny. Politici a podniky sa budú musieť v tejto novej situácii zorientovať. Ako sa hovorí: dúfaj v pokoj, ale priprav sa na (určité) turbulencie.

VYŠŠIE CLÁ ZOSTANÚ

Protekcionalizmus Washingtonu nie je dočasnou taktikou, ale trvalou stratégiou. Vyššie clá v USA považuje Trump za viacúčelový nástroj na podporu presunu priemyslu, zníženie obchodného deficitu a vyvíjanie tlaku na Čínu a Európu, aby ustúpili. Ak by Najvyšší súd USA zrušil americké clá zavedené na základe zákona o medzinárodných mimoriadnych hospodárskych právomociach (IEEPA), Trumpova administratíva by pravdepodobne využila iné americké zákony, aby udržala clá na vysokej úrovni. Podľa nášho názoru bude neistota v oblasti obchodnej politiky v roku 2026 naďalej vysoká, hoci jej vrchol už pravdepodobne pominul.

RIVALITA MEDZI USA A ČÍNOU SA VYOSTRUJE

Najnovšie obchodné prímerie medzi USA a Čínou je skôr taktickou prestávkou než trvalým mierom v obchodnej vojne. Dočasné uvoľnenie ciel a kontrol vývozu síce poskytuje určitú okamžitú úľavu, ale pravdepodobne nezabráni širšiemu procesu oddelovania hospodárstva, najmä v odvetviach špičkových technológií a kritických zdrojov. V 2025 sa naplnila koncepcia „vzájomnej závislosti ako zbrane“. Čína úspešne reagovala na sankcie USA v oblasti výroby čipov tým, že využila svoju dominantnú pozíciu v oblasti kritických nerastných surovín. V nadchádzajúcich rokoch sa súperenie medzi USA a Čínou pravdepodobne zintenzívni v oblasti nových technológií, ako sú umelá inteligencia, kvantová výpočtová technika a biotechnológie. Reálne možno skôr či neskôr očakávať ďalšie protekcionistické opatrenia, keďže každá veľmoc sa snaží spomaliť pokrok tej druhej.

EURÓPA SA OCITLA V NEISTEJ POZÍCII MEDZI DVOMA BLOKMI

EÚ sa ocitla v situácii, keď je v bezpečnostnej závislosti od Washingtonu a v hospodárskej závislosti od Pekingu. Toto krehké vyvažovanie môže čoskoro opäť prejsť ťažkou skúškou, a to z dvoch dôvodov. Po prvé, čínske spoločnosti by mohli presmerovať časť svojho vývozu z USA do Európy. Po druhé, nový obchodný rámec medzi USA a EÚ priniesol určité krátkodobé úľavy, ale vytvoril politické záväzky, ako napríklad masívne nákupy energie a priame zahraničné investície (PZI), ktoré môže mať Európa v rokoch 2026/27 problém splniť. Trump by preto mohol tvrdiť, že EÚ neplní svoju časť dohody, a opäť pohroziť zavedením vyšších ciel.

GLOBÁLNA EKONOMIKA V ROKU 2026 PREUKÁŽE ADAPTÍVNU VYTRVALOSŤ

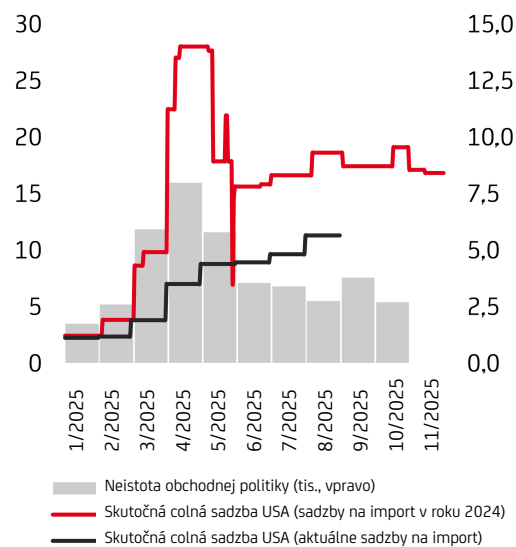
Očakávame, že globálny HDP v roku 2026 medziročne vzrastie o 3,1 % a v roku 2027 o 3,2 %, po raste o 3,2 % v roku 2025. Hoci väčší protekcionizmus vyvolá určité negatívne účinky z hľadiska dopytu, súkromný sektor naďalej preukazuje pozoruhodnú schopnosť prispôbiť sa. Európske spoločnosti napríklad na začiatku roka 2025 predzásobili vývoz, zatiaľ čo ich americkí kolegovia reorganizovali dodávateľské reťazce, aby zmiernili vplyv vyšších ciel. Okrem toho si spoločnosti môžu zvyknúť na zvýšenú politickú neistotu, čo by znížilo negatívny vplyv na svetové hospodárstvo. Hoci trend ročného rastu svetového obchodu s tovarom by sa mohol znížiť zo 4 % na 2 – 3 %,

zrýchľujúci sa obchod so službami to pravdepodobne vykompenzuje. Ďalšia digitalizácia a umelá inteligencia by mohli urýchliť zmenu zloženia svetového obchodu smerom k službám. Vlády medzitým dotovali výrobu strategických tovarov, ako sú čipy a batérie, aby znížili závislosť od Číny. Tieto snahy budú tlmiť negatívne účinky dopytu, ale zároveň zvýšia úroveň verejného dlhu. Ak budú investori požadovať vyššie výnosy za držbu tohto dlhu, centrálné banky by sa mohli dostať pod tlak, aby stlačili náklady na požíčkovanie.

FRAGMENTÁCIA, NIŽŠÍ RAST A VYŠŠIA INFLÁCIA SÚ DLHODOBÉ RIZIKÁ

USA a Čína čoraz viac ohraničujú obchod a technológie vo svojich sférach, pričom Európa sa ocitá uprostred. Je preto pravdepodobné, že dôjde k štrukturálnej zmene v podobe rozdelenia svetovej ekonomiky na súperiace bloky. Rozdrobený svet je náchylnejší na otrasy na strane ponuky, ako sú clá a kontroly vývozu, ktoré ovplyvňujú výrobné náklady. Z dlhodobého hľadiska to znamená vyššiu a volatilnejšiu infláciu a slabší rast ako v ére neobmedzenej globalizácie.

**GRAF 1.1: OBCHODNÁ NEISTOTA
PRAVDEPODOBNE DOSIAHLA VRCHOL**
NEISTOTA V OBCHODNEJ POLITIKE USA A CLÁ



Zdroj: Neistota hospodárskej politiky, US Census Bureau, Ministerstvo financií USA, The Yale Budget Lab, Investment Institute UniCredit



Ekonomika USA: solídna, ale nerovnomerná

Očakávame, že hospodárstvo USA v budúcom roku (2,1 %) a v roku 2027 (2,0 %) zaznamená **solídny rast** vďaka fiškálnej podpore, investíciám do umelej inteligencie, určitému zmierneniu politickej neistoty a priaznivým finančným podmienkam. Zastavenie činnosti vlády bude mať vplyv na rast HDP v 4. štvrťroku 25, ale táto strata sa pravdepodobne takmer úplne vyrovná v 1. štvrťroku 2026. Hlavnou otázkou pre výhľad je, či je väčším rizikom nedávny slabý rast zamestnanosti, alebo príliš vysoká inflácia. My patríme do druhého tábora.

Hospodárska aktivita v USA bola v roku 2025 **pozoruhodne odolná**, a to aj napriek oveľa vyšším clám a politickej neistote, a do veľkej miery vďaka silným investíciám a výdavkom domácností s vyššími príjmami. Domácnosti s nižšími príjmami sú pod určitým tlakom (spodná časť ekonomiky s vysokou nerovnosťou), ale neočakávame, že sa to bude rozširovať. Zamestnávanie sa výrazne spomalilo, hoci je to najmä v dôsledku nižšej imigrácie a čiastočne v dôsledku vplyvu zvýšenej hospodárskej neistoty a investícií do umelej inteligencie na dopyt po pracovnej sile. Pokiaľ je nižší počet zamestnancov spôsobený nižším prístahovalectvom, nesignalizuje to uvoľnenie. Očakávame, že zvýšená ekonomická neistota sa trochu zmierni alebo si firmy na neistotu aspoň zvyknú. Zamestnávanie by sa malo zvýšiť, ale s nižšou elasticitou voči rastu HDP, než je jeho historický vzťah. Miera nezamestnanosti sa môže zvýšiť, ale pravdepodobne nie o veľa.

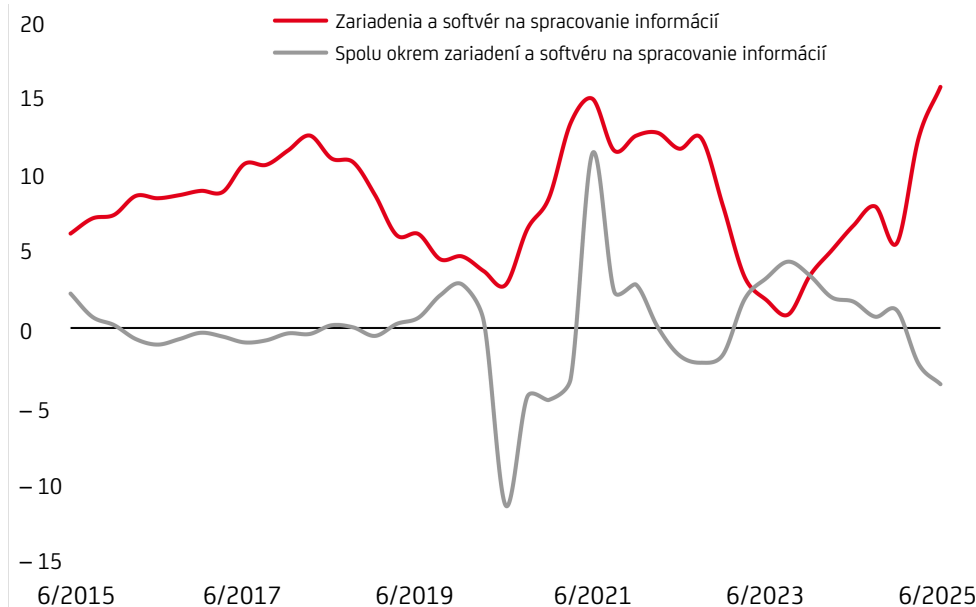


Očakávame, že sa zvýšená ekonomická neistota trochu zmierni alebo že si firmy na neistotu aspoň zvyknú.

Miery **základnej inflácie** sa v súčasnosti pohybujú okolo 3 % a očakávame, že jadrová inflácia dosiahne v nasledujúcich šiestich mesiacoch vrchol na úrovni 3,5 %. Clá sa pravdepodobne budú aj naďalej kompenzovať zvýšenými cenami, keďže zásoby z predzásobenia dovozom sa vyčerpajú a neistota súvisiaca s clami (ktorá viedla niektoré firmy k vyčkávaniu pred prenesením ciel) sa zmierni. Ukazovatele inflácie v oblasti služieb iných ako bývanie sa v poslednom období zvýšili a miery krátkodobých inflačných očakávaní zostávajú zvýšené. **Vplyv ciel** by mal od druhej polovice budúceho roka slabnúť, hoci očakávame, že inflácia zostane nad cieľovou hodnotou až do roku 2027.

GRAF 1.2: INVESTIČNÝ BOOM DO AI V USA

REÁLNE INVESTÍCIE PODNIKOV V USA (% MEDZIROČNE)



Zdroj: Bureau of Economic Analysis (BEA), Investment Institute UniCredit





TRUMP SA ZAMERIA NA ZACHOVANIE VÄČŠINY V KONGRESE

Počas prvého roka svojho druhého funkčného obdobia vo funkcii prezidenta uskutočnil Trump rozsiahle zmeny v mnohých oblastiach štátnej správy aj mimo nej vrátane cieľ, fiškálnej politiky, imigračnej politiky, regulácie a zahraničnej politiky. Bude jeho druhý rok len ďalším pokračovaním toho istého? Trump bude pozorne sledovať novembrové voľby v polovici volebného obdobia. Na **predpovedanie výsledku je ešte priskoro** (aktuálne prieskumy verejnej mienky predpovedajú, že republikáni si udržia väčšinu v Senáte, ale tesne stratia kontrolu nad Snemovňou reprezentantov). Niektorí tvrdia, že Trump by sa mal preto znovu zamerať na domácu politiku a ochranu hospodárstva.

Možno už vidíme prvé náznaky tohto stavu. Po víťazstvách demokratov vo voľbách vo viacerých štátoch začiatkom novembra Trump zamerlal svoju pozornosť na životné náklady, keď predtým bagatelizoval vplyv svojej politiky (najmä cieľ) na infláciu. Navrhol, aby sa všetkým Američanom s výnimkou vysokoprijmových osôb zasielal **šek na zľavu z cla vo výške 2 000 USD**, ktorý by sa mal financovať z príjmov z cieľ, ako aj hypotéky na 50 rokov a výrazné zníženie cieľ na celý rad potravín. Pochybujeme však, že významne zníži sadzby oproti súčasným úrovniam.

Eurozóna vykazuje odolnosť, fiškálna politika poskytne podporu

Hospodárstvo eurozóny prekonalo colnú búrku lepšie, ako sa očakávalo. Podnikateľská dôvera sa pri pretrvávajúcej vysokej volatilitě vývozu do USA drží pomerne dobre. Domáci dopyt zostáva na trajektórii pomalého, ale pozitívneho rastu a riziko poklesu na trhu práce je stále obmedzené.

Súčasná hospodárska odolnosť by sa však nemala považovať za samozrejmosť. **Nízka miera podnikových investícií** naznačuje, že firmy v eurozóne sa zdráhajú púšťať do nových projektov, zatiaľ čo domácnosti naďalej zvyšujú svoje preventívne úspory z už aj tak vysokých úrovní. V tomto prostredí bude musieť rozhodujúcu úlohu zohrávať fiškálna politika. Vychádzame z predpokladu, že investície EÚ novej generácie (**NGEU**) sa pred skončením programu na konci roka 2026 rozbehnú naplno, zatiaľ čo podpora z nemeckých programov v oblasti infraštruktúry a obrany sa pre problémy a prekážky pri realizácii rozbehne len postupne. Rastový impulz vyplývajúci z celoeurópskeho plánu vyzbrojovania bude pravdepodobne malý a prejaví sa až neskôr. Domácnosti budú pravdepodobne naďalej opatrné a tempo rastu súkromnej spotreby bude nevýrazné.

Po pokračovaní pomalého rastu na prelome rokov predpokladáme postupné zrýchľovanie hospodárskej aktivity v priebehu roka 2026, ktoré bude podporené fiškálnou politikou, znížením neistoty súvisiacej s clami a oneskoreným účinkom zníženia sadzieb ECB. V ročnom priemere sa HDP v roku 2026 pravdepodobne zvýši o 1,0 % a v roku 2027 o 1,4 %. Na **úrovni jednotlivých krajín** očakávame v Nemecku v budúcom roku rast o 0,9 % (1,2 % po úprave o vplyv počtu pracovných dní) a následne v roku 2027 výrazný rast o 1,8 % (bez úpravy: 1,9 %). Vo Francúzsku predpovedáme na rok 2026 rast o 0,9 % a na rok 2027 o 1,1 %, zatiaľ čo pre Taliansko sme stanovili rast o 0,6 % a 0,8 %.

Výhľad cien je priaznivý. Celková inflácia sa v rokoch 2026 až 2027 pravdepodobne ustáli mierne pod 2 %, zatiaľ čo jadrová inflácia bude pokračovať v klesajúcej trajektórii a klesne pod 2 %, keďže rast miezd sa bude naďalej spomaľovať. Základný cenový tlak by mohol dosiahnuť dno ku koncu roka 2026 alebo začiatkom roka 2027.



Nemecko

PREJAVÍ SA KONEČNE FIŠKÁLNA BAZUKA?

Nemecká vláda začiatkom roka 2025 uskutočnila historický obrat od úsporných opatrení a prijala rozsiahle opatrenia na uvoľnenie ústavnej dlhovej brzdy a na čerpanie obrovských finančných prostriedkov do obrany a infraštruktúry. Veľkou otázkou je teraz realizácia. Koncom roka 2025 boli položené základy na to, aby bazuka začala strieľať: nástroje financovania sú z veľkej časti vytvorené a realizácia sa pripravuje.

Podľa nášho názoru sú dlhodobejšie vyhliadky nemeckej ekonomiky sľubné, keďže bazuka pravdepodobne zvýši produktivitu a povedie k vyššiemu potenciálnemu rastu, pravdepodobne na 1 – 1,25 % z približne 0,5 %. Dodatočné finančné prostriedky na infraštruktúru sú výslovne zamerané na kľúčové potreby hospodárstva, ako je zníženie dopravných prekážok, podpora prechodu na čistú energiu a podpora digitalizácie. Okrem toho vyššie výdavky na obranu môžu byť prínosom pre vojenský aj civilný sektor, keďže sa začnú využívať inovácie s dvojakým využitím a technologické vedľajšie účinky.

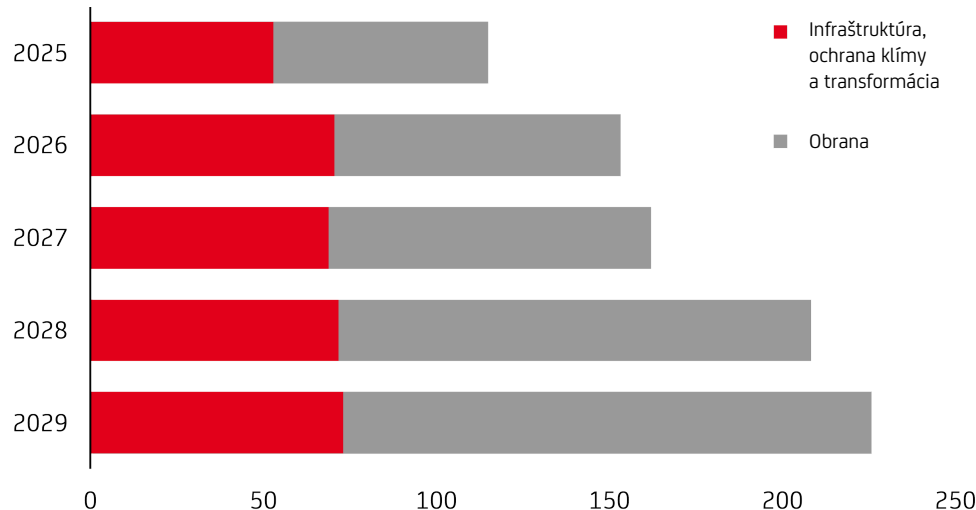
Hospodársky úspech však nepríde zo dňa na deň. Prekonávanie prekážok pri implementácii prostredníctvom znižovania byrokracie a reformy verejného obstarávania si nevyhnutne vyžiada čas, kým sa stane účinným. Okrem toho existujú kapacitné obmedzenia v nemeckom stavebníctve a v obrannom priemysle, prinajmenšom v krátkodobom horizonte. Preto očakávame, že pozitívny vplyv bazuky sa bude postupne prejavovať od roku 2026 a v nasledujúcich rokoch naberie na rýchlosti, keďže sa začne realizovať viac projektov v oblasti infraštruktúry a obrany.

Veľká
otázka je
realizácia.



GRAF 1.3: VÝRAZNÝ NÁRAST VEREJNÝCH VÝDAVKOV

VÝDAVKY FEDERÁLNEJ VLÁDY (MLD. EUR)



Zdroj: Spolkové ministerstvo financií, Investment Institute UniCredit

Pozn: Suma na obranu na rok 2025 nezahŕňa 26 miliárd EUR z tieňového rozpočtu na rok 2022.



Francúzsko

FRANCÚZSKA POLITICKÁ DRÁMA BUDE POKRAČOVAŤ

Súčasná politická nestabilita vo Francúzsku bude pravdepodobne pretrvávať celý rok 2026 až do roku 2027. Hoci nemôžeme vylúčiť ďalšie narušenie, pravdepodobnosť predčasných prezidentských volieb je naďalej nízka. Pretrvávajúca politická nestabilita vyplýva najmä zo skutočnosti, že aj politici, ktorí presadzujú obnovenie úlohy parlamentnej diskusie pri formovaní vládnych rozhodnutí, často uprednostňujú volebnú stratégiu. Ich konanie je motivované cieľom maximalizovať vlastné vyhliadky alebo vyhliadky ich strany v prezidentských voľbách, ktoré sú oficiálne naplánované na rok 2027, ale niektoré z nich sa usilujú o ich urýchlienie.

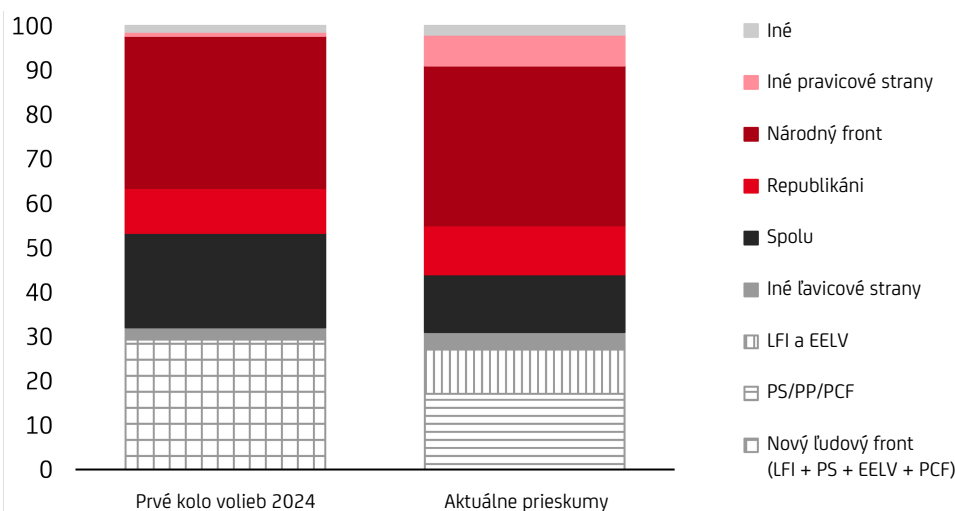
Táto snaha vychádza z ilúzie, že konanie volieb podľa tradičného návodu – vrátane obnovenia takzvaného „republikánskeho paktu“, ktorý vyzýva voličov, aby sa spojili proti krajne pravicovému Národnému zhromaždeniu (RN) – by mohlo predstavovať riešenie politickej patovej situácie. Vzhľadom na súčasnú roztrieštenosť politickej scény by totiž ani **predčasné parlamentné voľby**, ani **predčasné prezidentské voľby** pravdepodobne nepriniesli stabilnú väčšinu, dokonca ani relatívnu, pokiaľ by prezident dobrovoľne neobmedzil svoje privilégia alebo politické strany uznali meniace sa preferencie voličov, najmä rastúcu podporu RN.

Táto mylná predstava pravdepodobne predĺži politickú nestabilitu, čo bude brániť Francúzsku prijať opatrenia potrebné na zmiernenie sociálneho napätia v oblasti rozdelenia bohatstva a na riešenie rôznych problémov, ktoré ovplyvňujú vyhliadky na rast HDP. Okrem toho nedostatok fiškálneho manévrovacieho priestoru – ak sa nebude riešiť – obmedzí schopnosť Paríža účinne formovať európsku politickú diskusiu o reakciách na najnaliehavejšie geopolitické hrozby.

Šance
na predčasné
prezidentské voľby



GRAF 1.4: ROZTRIEŠTENÉ POLITICKÉ PROSTREDIE
VÝSLEDKY PARLAMENTNÝCH VOLIEB 2024 VS. AKTUÁLNE VOLEBNÉ PRIESKUMY (%)



Zdroj: IFOP-Fiducial pour LCI, Le Figaro et Sud Radio, Investment Institute UniCredit



Taliansko

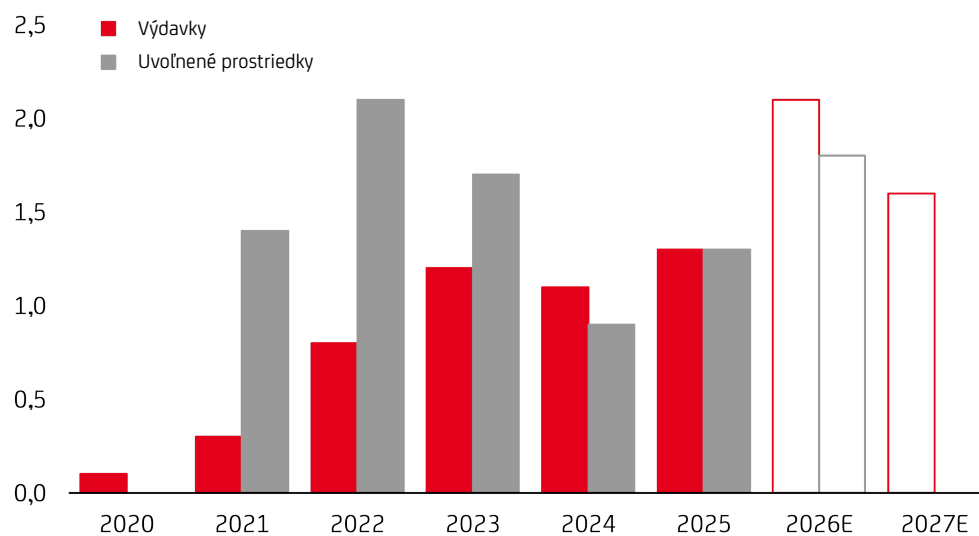
INVESTÍCIE NGEU ZOSTÁVAJÚ VÝZNAMNÝM STIMULOM

Európska komisia načrtla konečný plán realizácie národných plánov obnovy a odolnosti (NRP) v rámci svojho programu EÚ novej generácie. Všetky reformy a investície musia byť **ukončené do 3. štvrtroka 2026** a všetky platby budú dokončené do konca budúceho roka. Akcie po tomto dátume sa nebudú započítavať do plnenia míľnikov a cieľov. Odpočítavanie sa začína.

Vzhľadom na vysokú úroveň už vyplatených prostriedkov EÚ a výrazný pokrok v realizácii projektov očakávame, že Taliansko bude v zásade pokračovať v ich implementácii. Podobne ako ostatné krajiny EÚ, aj Taliansko dokončilo poslednú revíziu svojho plánu, aby sa vyhol riziku, že sa nevyužije až 14 miliárd EUR (7,3 % celkových zdrojov). Nové alebo posilnené iniciatívy budú teraz zamerané na podporu konkurencieschopnosti podnikov, dosiahnutie digitálneho pripojenia s rýchlosťou 1 Gb/s na celoštátnej úrovni a investície do poľnohospodárstva a vodohospodárskej infraštruktúry. Zavedú sa aj niektoré finančné nástroje, ktoré umožnia väčšiu flexibilitu pri realizácii projektov.

Po splnení všetkých požiadaviek EÚ sa časť **výdavkov**, ktoré by mohli predstavovať približne 1,6 % HDP, **predĺži za rok 2026**. NRRP bude preto v rokoch 2026 a 2027 kľúčovým motorom rastu, čím sa zabráni tomu, aby Taliansko zažilo prepád po ukončení stimulov. Okrem toho sa verejné investície do roku 2027 priblížia k úrovni 3,8 % HDP, čo výrazne prispieje k podpore potenciálneho rastu krajiny.

GRAF 1.5: TALIANSKO CHCE DOSIAHNUŤ MAXIMÁLNE ČERPANIE FONDŮ EÚ
NÁSTROJE NA OBNOVU A ODOLNOSŤ (ZDROJE A VÝDAVKY V % HDP)



Zdroj: Talianske ministerstvo hospodárstva a financií, Investment Institute UniCredit

Spojené kráľovstvo: zaseknuté na pomalej rýchlosti

Hospodársky **rast** Spojeného kráľovstva bude v budúcom roku pravdepodobne **slabý** (1,0 %) a v roku 2027 sa mierne zvýši (1,2 %). Rast produktivity je slabý, fiškálna politika sa bude sprísňovať a menová politika pravdepodobne zostane reštriktívna počas väčšiny budúceho roka. Je pravdepodobné, že dôjde k ďalšiemu zhoršeniu situácie na trhu práce, čo bude udržiavať nízku spotrebiteľskú dôveru a vysokú mieru úspor domácností. Obavy týkajúce sa verejných financií, politickej stability a slabého rastu pravdepodobne znamenajú, že výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov Spojeného kráľovstva zostávajú najvyššie v rámci skupiny G7, čo tiež brzdí veľmi potrebné investície. Zníženie sadzieb zo strany BoE v priebehu budúceho roka, keď sa inflácia do konca roka 2026 zníži na približne 2 %, by malo v roku 2027 priniesť určitú úľavu.

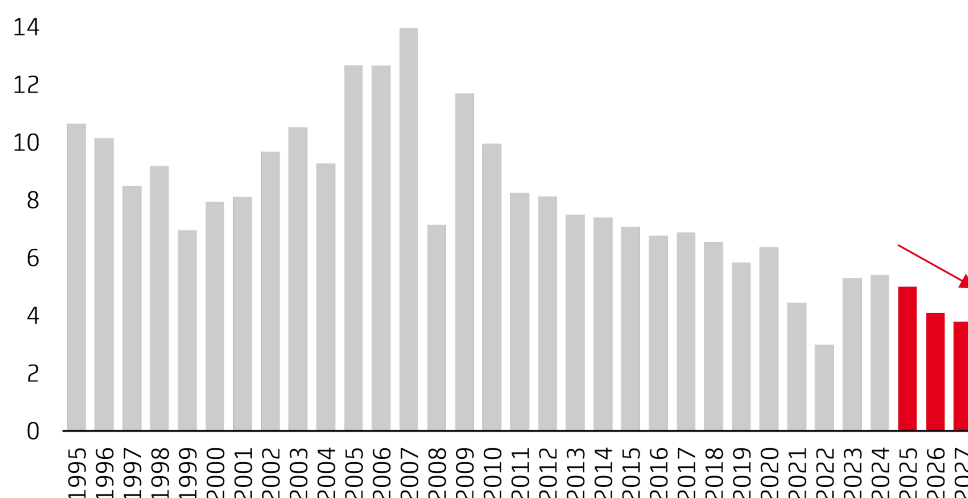
Čína: žiadne vyvažovanie

Výhľad rastu Číny je naďalej **opatrný** a predpokladáme rast na úrovni 4,1 % v roku 2026 a 3,8 % v roku 2027 (2025: 5,0%). Spomalenie je odrazom súbehu domácich a vonkajších nepriaznivých faktorov, ktoré sa pravdepodobne rýchlo nezmiernia. Korekcia v oblasti nehnuteľností naďalej znižuje bohatstvo a dôveru domácností, pričom vysoké zadlženie developerov potláča začatie výstavby bytov. Spotrebiteľia sú naďalej opatrní a uprednostňujú preventívne úspory v situácii neistoty zamestnania a demografického tlaku. Stimuly fiškálnej politiky budú pravdepodobne naďalej cieľené a príliš mierne na to, aby vyvolali významnú zmenu rovnováhy smerom k spotrebe domácností.

Namiesto toho sa Čína pravdepodobne bude naďalej opierať o svoj zavedený model rastu: výrazne dotované investície do strategických odvetví a vývoz s cieľom absorbovať priemyselné kapacity. Okrem toho sa „**technický nacionalizmus**“ pravdepodobne stane významnou súčasťou nasledujúceho päťročného plánu, ktorý bude formálne schválený na jar budúceho roka, t. j. ďalšia modernizácia výroby a snaha o prelom v oblasti polovodičov a iných základných technológií. Keďže pretrvávajúce americké clá budú naďalej vyvíjať tlak na vývoz, čínske spoločnosti pravdepodobne presmerujú vývoz z USA do Európy. Vzhľadom na slabú dynamiku cien očakávame, že PBoC bude ďalej uvoľňovať svoju politiku prostredníctvom cieľeného znižovania sadzieb, operácií na zvýšenie likvidity a cieľených úverov.

Čína sa bude pravdepodobne aj naďalej opierať o svoj zavedený model rastu.

GRAF 1.6: SPOMALENIE ŠTRUKTURÁLNEHO RASTU V ČÍNE
REÁLNY HDP (% MEDZIROČNE)



Zdroj: Čínsky úrad pre národné štatistiky, Investment Institute UniCredit

SVE: rast sa môže zrýchliť v prostredí stále pretrvávajúcich fiškálnych rizík

Hospodársky rast v strednej a východnej Európe by sa mal v roku 2026 vo väčšine krajín zvýšiť vďaka oživeniu zahraničného dopytu a silnejším investíciám, ktoré podporí zvýšené čerpanie **finančných prostriedkov EÚ**. Hlavným motorom rastu zostáva spotreba, ktorú podporujú napäté trhy práce a pozitívny, hoci mierny rast reálnych miezd (okrem Rumunska). Rast HDP sa môže pohybovať v rozpätí od 2,0 % do 3,3 %, pričom Rumunsko a Slovensko budú zaostávať v dôsledku fiškálnej konsolidácie.

Fiškálne riziká súvisiace s politickým vývojom budú v centre pozornosti v Maďarsku, Poľsku, Rumunsku a potenciálne aj v Česku. Inflácia by mala zostať v rámci cieľových hodnôt s výnimkou Maďarska a Rumunska, hoci fiškálne a regulačné kroky predstavujú proinflačné riziká. Centrálné banky tak pravdepodobne zostanú opatrné, pričom priestor na ďalšie znižovanie sadzieb v budúcom roku majú najmä Poľsko, Rumunsko a Srbsko.

V roku 2027 sa v dôsledku ukončenia platnosti nástroja na oživenie a odolnosť zníži prílev finančných prostriedkov z EÚ, ale silnejší zahraničný dopyt podporený nemeckými fiškálnymi stimulmi by mal prispieť k udržaniu rastu HDP na úrovni 2,0 % až 3,0 %. Slovensko bude pravdepodobne opäť zaostávať v dôsledku fiškálnej konsolidácie. Inflácia môže zostať v rámci cieľa a očakávame, že väčšina centrálnych bánk bude udržiavať stabilné úrokové sadzby s výnimkou Maďarska a Rumunska, kde vidíme priestor na ich zníženie. Z politického hľadiska sa pozornosť sústreďí na voľby v Bulharsku, na Slovensku a v Poľsku.

Fiškálne riziká v SVE

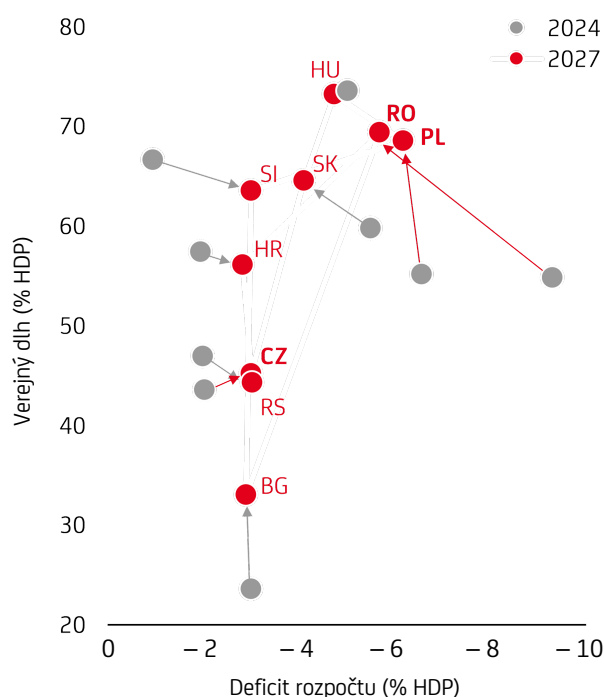
Zatiaľ čo volebný kalendár v strednej a východnej Európe na rok 2026 je pomerne riedky, v centre pozornosti je parlamentné hlasovanie v Maďarsku, fiškálna a politická dynamika by mohla byť hnacím motorom miestnych trhov v Poľsku a Česku a zostáva relevantná v Rumunsku, kde plány fiškálnej konsolidácie stále čelia rizikám implementácie.

V Maďarsku môže nedávny rast výkonnosti HUF odrážať očakávanie, že potenciálne víťazstvo proeurópskej opozičnej strany Tisza by mohlo obnoviť prístup k fondom EÚ, obmedziť intervenčnú politiku a znížiť rizikové prémie. Keďže fiškálny deficit môže zostať nad úrovňou 5 % HDP a pomer dlhu k HDP sa bude pohybovať okolo 74 %, po voľbách môžu byť potrebné konsolidačné opatrenia na zabezpečenie stability.

V Poľsku sú vyhliadky na konsolidáciu pred voľbami na jeseň 2027 obmedzené vzhľadom na klesajúcu podporu vládnych strán. K politickým výzvam prispieva aj spolužitie proeurópskej vlády s opozičným prezidentom, ktorý má rozsiahle právo veta. Napriek fiškálnemu deficitu nad 6 % HDP a prudkému nárastu pomeru dlhu k HDP stabilný rast a domáce fiškálne pravidlá zmierňujú tlak na rýchle zníženie deficitu, hoci politické riziká môžu zvýšiť rizikové prémie bližšie k voľbám.

V Česku trhy očakávajú fiškálne plány novej populistickej koalície. Neistota a očakávanie uvoľnenejšej politiky zvýšili dlhodobé výnosy. Fiškálne pravidlá by mali obmedziť riziká aspoň v roku 2026: očakávame vyšší deficit, ale nie nad 3 % HDP, čo by malo zachovať silné úverové základy krajiny.

GRAF 1.7: UDRŽATEĽNOSŤ FIŠKÁLNEHO DLHU V SVE
ZMENY FIŠKÁLNEJ POZÍCIE A POMERU VEREJNÉHO DLHU K HDP (PRÓGNÓZY NA ROK 2024 A 2027)



Zdroj: Eurostat, Investment Institute UniCredit.

Centrálne banky

ECB VYČKÁVA

Očakávame, že ECB bude dlhšie obdobie **udržiavať depozitnú sadzbu na úrovni 2 %**. V 1. polroku 2026 sa riziká naďalej prikláňajú ku konečnému zníženiu v podmienkach stále slabého rastu a inflácie pod cieľovou úrovňou. Postupné posilňovanie hospodárskej aktivity potom povedie k zmene rovnováhy rizík spojených so strednodobým výhľadom inflácie. Zvýšenie sadzieb o 25 bázických bodov sme naplánovali na koniec roka 2027, pričom sa domnievame, že sadzby by sa mohli do roku 2028 posunúť zo stredu neutrálneho pásma ECB (v súčasnosti 2 %) na horný koniec tohto pásma (2,5 %). Pokiaľ ide o bilančnú politiku, vidíme kvalitatívne sprísňovanie na súčasnej úrovni počas celého roka 2026, po ktorom by podmienky likvidity mohli viesť k zvýšenej volatilité sadzieb peňažného trhu.

ŠKRTY FED-U OBMEDZUJE MAKROEKONOMICKÝ VÝHĽAD

Očakávame, že FED bude držať sadzby na stabilnej úrovni šesť mesiacov, potom ich **zníži o 25 bázických bodov v júni 2026 a v 4. štvrtroku 2026** na 3,25 – 3,50 %, po čom budú nasledovať stabilné sadzby v roku 2027. Vysoká jadrová inflácia a solídny rast znamenajú, že na zníženie sadzieb nie je žiadny makrodôvod. Predpokladali sme mierny vplyv politických zásahov do politiky FED-u. Funkčné obdobie Jeroma Powella sa končí v máji 2026 a predseda má pri ovplyvňovaní rokovaní veľkú úlohu. Nepredpokladali sme, že Trump získa faktickú kontrolu nad FED-om, pretože by si to vyžadovalo reťazec vzájomne prepojených podmienok: napríklad ak by v januári 2026 Najvyšší súd rozhodol, že guvernér Cook môže byť prepustený, a ak by vo februári väčšina v Rade FED-u odmietla vymenovať regionálnych prezidentov, ktorí nie sú naklonení Trumpovi. Ako sme uviedli v našej publikácii [Krátky prehľad – ekonomický a trhový vplyv politického FED-u](#), úplná politizácia FED-u by viedla k agresívnemu uvoľňovaniu menovej politiky, oslabeniu USD, nižším krátkodobým výnosom a výrazne vyššej termínovanej prémii v dôsledku nárastu inflačných očakávaní.

Domnievame sa, že dlhodobejšia **rovnovážna úroková sadzba** sa pohybuje okolo **3,5 %**. Hoci rovnovážnu sadzbu nie je možné pozorovať, možno ju odhadnúť na základe jej pôsobenia na ekonomiku. Rast sa ukázal ako pozoruhodne odolný napriek vyšším reálnym úrokovým mieram, miera osobných

úspor je nízka, investície pravdepodobne zostanú silné (podporené umelou inteligenciou a daňovými stimulmi), podiel verejného dlhu na HDP je vysoký a bude naďalej rýchlo rásť a geoeconomická fragmentácia bude vplývať na globálny dopyt po UST.

BOJ BUDE POKRAČOVAŤ V SPRÍSŇOVANÍ, ALE STÁLE POSTUPNE

Japonské dlhodobé výnosy vzrástli a JPY klesol v dôsledku obáv z finančnej krízy v Japonsku po oznámení nového fiškálneho plánu. Myslíme si, že tieto obavy sú pravdepodobne prehnané. Japonský dlh je takmer v plnej miere držaný na domácom trhu, čo odráža jednu z najvyšších mier súkromných úspor na svete. BoJ však čelí dvom protichodným tlakom, jednému zo strany reálnej ekonomiky a druhému zo strany morálneho tlaku novej vlády, ktorá sa snaží oddialiť alebo spomaliť tempo nového zvyšovania sadzieb. Japonská inflácia sa blíži k 3 % v porovnaní s cieľom BoJ na úrovni 2,0 %. To spolu s tlakom na rast miezd spôsobuje, že japonské reálne sadzby sú príliš nízke a vyžadujú prísnejšiu menovú politiku. Guvernér BoJ Kazuo Ueda sa však zatiaľ k načasovaniu ďalších krokov vyjadril nejasne, pravdepodobne v očakávaní politických rozhodnutí novej premiérky Sanae Takaicovej, ktorá uprednostňuje uvoľnenú fiškálnu a menovú politiku. Očakávame, že BoJ **zvýši cieľovú sadzbu zo súčasných 0,50 % na 1,00 % v roku 2026** (táto úroveň sa považuje za dolnú hranicu „prirodzenej sadzby“ pre Japonsko) a pravdepodobne až na 1,25 % začiatkom/v polovici roku 2027.

BOE ZNÍŽI SADZBY VIAC, AKO TRHY OČAKÁVAJÚ

Očakávame, že Bank of England v decembri **zníži úrokovú sadzbu o 25 bázických bodov na 3,75 %, po čom bude nasledovať jedno štvrtročné zníženie o 25 bázických bodov do roku 2026 na 2,75 %**. Sprísňovanie fiškálnej politiky, zhoršujúci sa trh práce a negatívne bázické efekty pre infláciu by mali v budúcom roku viesť k poklesu inflácie na úroveň okolo 2 %, čo by umožnilo BoE naďalej znižovať bankovú sadzbu. V roku 2027 vidíme sadzby stabilne na úrovni 2,75 %, čo je podľa nášho názoru úroveň, ktorá je v podstate neutrálna vzhľadom na nízky rast produktivity v Spojenom kráľovstve a známky štrukturálne vyšších preventívnych úspor domácností.



EDITORI

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

AUTORI

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Giovanni Mazzariello

Jonathan Schroer

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Opatrný optimizmus: optimistické nálady sa stretávajú s geopolitickou realitou

Globálne trhy vstúpia do roku 2026 s miernym rastom, ale nejednotným inflačným pozadím, čo ponecháva politikom len malý priestor na chyby. Štrukturálne zmeny, najmä clá, ktoré sa zakorenili, rozkolísaná geopolitika a pomalé prepájanie dodávateľských reťazcov sú teraz trvalými črtami globálnej ekonomiky, s ktorými musia trhy bojovať, a nie prechodnými nepríjemnosťami.

V tejto situácii si **akcie** zachovávajú svoj potenciál rastu. USA by mali byť lídrom vďaka rastu produktivity poháňanému umelou inteligenciou a fiškálnym investíciám, ktoré by mali udržať zisky podnikov. Európske vyhliadky sa opierajú o výdavky na obranu a infraštruktúru, slabý dopyt a pomalšie zavádzanie technológií však brzdia dynamiku. Zdá sa, že rozvíjajúce sa trhy sú odolné, podporujú ich demografické faktory a vyvážanie pracovných miest do blízkeho zahraničia, aj keď volatilita komodít a riziká refinancovania pretrvávajú.

Cenné papiere s pevným výnosom čelia náročnejšiemu prostrediu. Emisie štátnych dlhopisov sú rozsiahle, zatiaľ čo centrálné banky uvoľňujú svoju politiku len postupne, čím udržiavajú výnosy na vysokej úrovni. Stratégie carry sú nastavené tak, aby dominovali, ale vrátilo sa riziko durácie. Európske trhy s podnikovými úvermi by mali zostať odolné, ale fáza oživenia úverového cyklu, ktorá sa vyznačuje rastúcou zadlženosťou a zvýšenou ponukou, naznačuje, že výnosy budú závisieť skôr od prenosu, než od ďalšieho znižovania rozpätia.

Menové trhy naznačujú miernejší pokles USD, pričom dedolarizácia prichádza skôr postupne ako náhle.

Stručne povedané, rok 2026 sa stáva rokom, v ktorom bude opatrný optimizmus voči akciám kontrastovať s obmedzenými trhmi s dlhopismi – prostredie definované štrukturálnymi zmenami, zložitou politikou a pretrvávajúcou neistotou.

Cenné papiere s pevným výnosom

Vláda sa ocitla medzi veľkou ponukou a malým uvoľnením menovej politiky

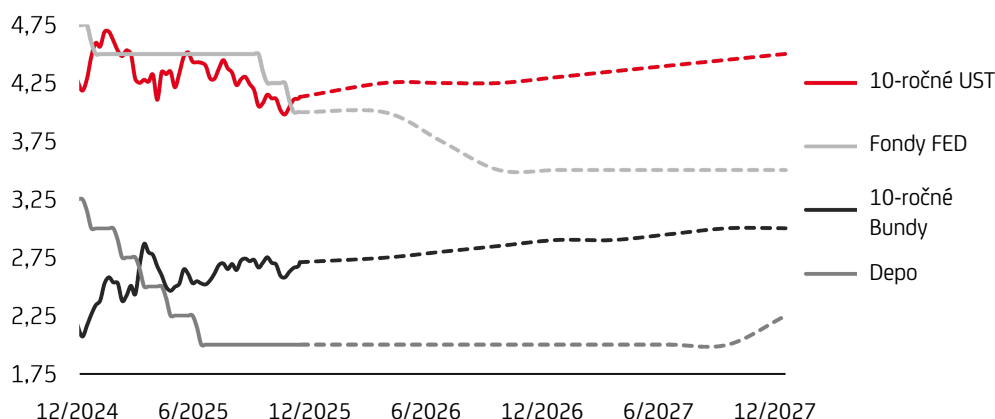
V roku **2026 čelia vlády náročnému prostrediu**. Centrálne banky pravdepodobne sklamú súčasné očakávania uvoľňovania, keďže globálny rast by sa mal zlepšiť a inflácia v USA, hoci sa stabilizuje, by mala zostať nad cieľovou úrovňou. Výnosy budú pravdepodobne mierne rásť, najmä na dlhom konci krivky. V dôsledku toho očakávame pozitívnu, ale obmedzenú výkonnosť tejto triedy aktív, najmä v prípade dlhopisov EGB, kde sú výnosy nízke. V tejto situácii budú aj naďalej hrať hlavnú úlohu obchody carry. Príkladom sú dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v tvrdých menách, ktoré sú napriek nedávnomu sprísneniu stále atraktívne.

V prípade **UST** vidíme dva kľúčové faktory, ktoré tlačia výnosy nahor. Po prvé, trhy počítajú s agresívnym znížením zo strany FED-u, čo považujeme za príliš optimistické. Precenenie by mohlo zvýšiť výnos 10Y UST o 20 – 30 bázických bodov. Po druhé, očakáva sa, že federálny deficit USA zostane na úrovni takmer 6 % HDP, čo podporí vysokú ponuku UST. Hoci reinvestície FED-u a príklon emisie dlhopisov ku kratším splatnostiam môžu v najbližšom období pomôcť, pravdepodobnejšou sa zdá vyššia termínovaná prémie. Očakávame, že výnos 10Y UST do konca roka 2026 postupne vzrastie na úroveň 4,30 % s možným posunom na 4,50 %, keď sa plne zohľadní vyššia koncová sadzba. Táto korekcia však bude pravdepodobne pomalá a strmší pokles zostáva v strednodobom horizonte.

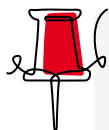
V eurozóne sa cyklus uvoľňovania zrejme skončil. Znižovanie bilancie ECB a stabilná emisia štátnych dlhopisov by mali udržať tlak na rast výnosov EGB. **Bundy** môžu viesť k rastu, podporené fiškálnou expanziou v Nemecku. Vidíme, že výnosy 10Y Bundov sa koncom roka 2026 alebo začiatkom roka 2027 zvýšia na úroveň 3 %.

GRAF 2.1: KRIVKY UST A BUNDOV SA MIERNE ZVYŠUJÚ

SADZBY CENTRÁLNEJ BANKY, VÝNOSY ŠTÁTNYCH DLHOPISOV A NAŠE PROGNOZY (%)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit



ROZPÄTIE MEDZI EGB A BUNDOM – PRIESTOR NA ĎALŠIE ZBLIŽOVANIE

V roku 2025 sa apetít po talianskych (BTP), španielskych (SPGB) a portugalských (PGB) výrazne zlepšil, pričom ich rozpätia k Bundom sa teraz obchodujú na najnižších úrovniach od krízy štátov. Tieto dlhopisy boli v posledných mesiacoch tiež vysoko korelované s Bundmi, čo naznačuje, že investori vnímajú idiosynkratické riziká z týchto krajín ako obmedzené. Zatiaľ čo investori boli v súvislosti s francúzskym štátnym dlhopisom (OAT) opatrní v dôsledku politického vývoja vo Francúzsku, zdravá fiškálna politika, stabilná politická situácia a nadpriemerný hospodársky rast zvýšili dopyt po talianskych, španielskych a portugalských dlhopisoch. Kľúčovú úlohu zohralo aj spustenie fiškálnej bazuky v Nemecku, ktoré sa považuje za zmenu v oblasti fiškálnej disciplíny, a silnejšie inštitucionálne zázemie v eurozóne.

Ak tieto pozitívne podmienky zostanú zachované a ochota riskovať bude zdravá, očakávali by sme, že v nasledujúcich mesiacoch sa rozpätia budú ďalej zužovať. Priestor na výrazné sprísnenie sa v súčasnosti zdá byť obmedzený, keďže zvýšený pomer dlhu k HDP a rozdiely v ratingu s Nemeckom predstavujú prekážky pre dopyt. Z dlhodobejšieho hľadiska bude správanie sa rozpätí závisieť od základných faktorov týchto krajín, ako aj od politickej súdržnosti v Európe. Podľa nášho názoru by bolo pre ďalšie zblížovanie výnosov rozhodujúce ďalšie zintenzívnenie spoločného financovania a spoločných politík.

Úverový cyklus smeruje k mierne väčším rozpätiam

Európske podnikové úvery prechádzajú fázou oživenia úverového cyklu. Silnejší hospodársky rast by síce mal podporiť tvorbu EBITDA firiem, ale pravdepodobne povedie aj k vyšším kapitálovým výdavkom a ústretivejšej podnikovej politike voči akcionárom, čo by prispelo k zvýšeniu finančnej páky. V tejto súvislosti očakávame nárast novej ponuky v segmente dlhopisov investičného stupňa (IG) aj dlhopisov s vysokým výnosom (HY), ktorý bude ďalej podporovaný väčšou aktivitou v oblasti fúzií a akvizícií. Vzhľadom na dostatočnú likviditu by refinancovanie splatnosti dlhopisov nemalo byť v priemere problematické, čo pravdepodobne prispieje k obmedzeniu miery zlyhania. Celkovo uvedené faktory naznačujú mierne rozšírenie rozpätia v budúcom roku. Do konca roka 2026 vidíme rozpätie iBoxx IG nefinančné aj bankové na úrovni 90 bázičných bodov a úverové rozpätie HY na úrovni 300 bázičných bodov.

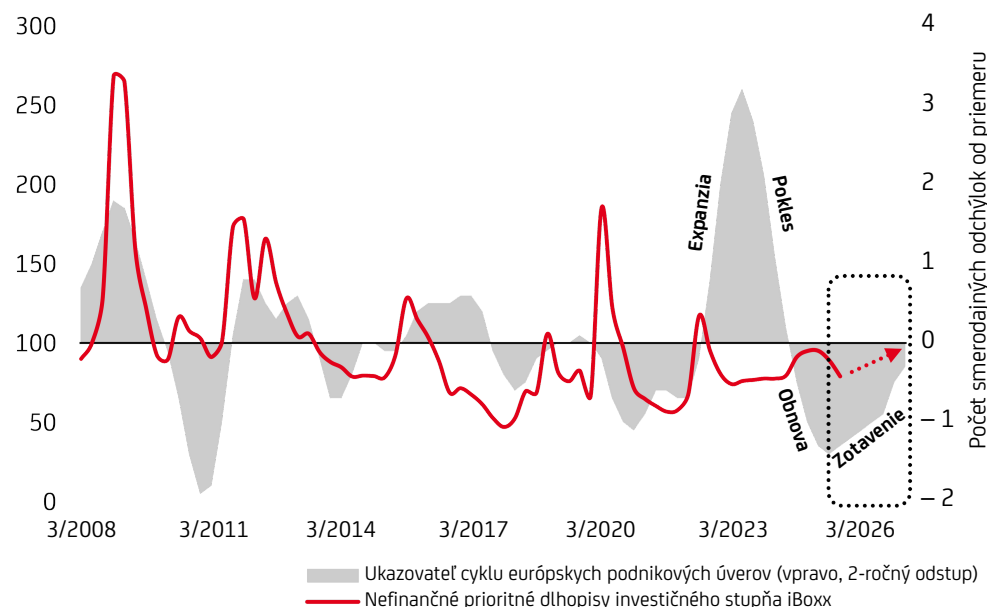
Vzhľadom na stále atraktívne obchody carry však očakávame v roku 2026 kladné celkové výnosy z európskych podnikových úverov vo výške 1,8 % až 4 %. Tento konštruktívny pohľad by mohli spochybniť dva rizikové faktory. Po prvé, zhoršenie geoeconomického prostredia by mohlo nepriaznivo ovplyvniť hospodársky rast eurozóny, čo by viedlo k výraznejšiemu zhoršeniu úverových ukazovateľov. Druhým rizikovým faktorom je možnosť prelievania potenciálnych problémov na súkromnom úverovom trhu v USA. Očakávame, že v roku 2026 budú prioritné dlhopisy nefinančných spoločností prekonávať bankové prioritné dlhopisy, keďže bankové úvery budú pravdepodobne citlivejšie na ďalší vývoj úverov v USA. Celkovo naďalej uprednostňujeme dlhopisy IG pred úvermi HY.



**Očakávame
nárast nových
ponúk v segmentoch
IG a HY.**

GRAF 2.2: FÁZA OBNOVY NAZNAČUJE MIERNE ŠIRŠIE ROZPÄTIE

EURÓPSKY ÚVEROVÝ CYKLUS VS. IBOXX IG NEFINANČNÉ ROZPÄTIE (BÁZICKÉ BODY)



Zdroj: S&P Global, Investment Institute UniCredit

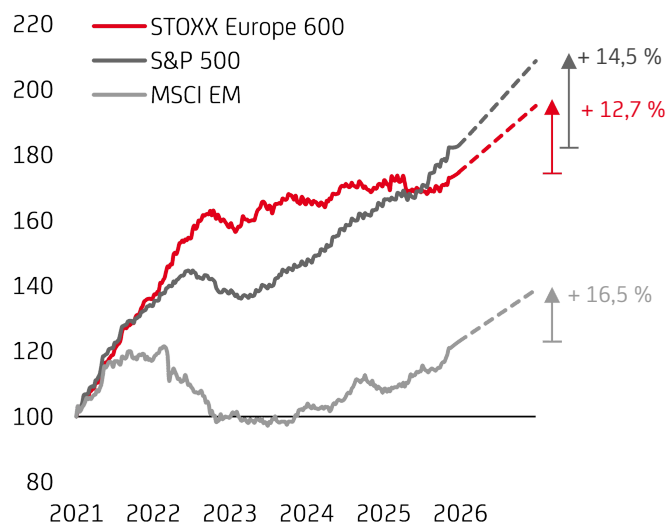
Akcie

2026: ďalší rok pozitívneho potenciálu akciového trhu

Na svetových akciových trhoch sa v roku 2026 očakáva mierny rast pri pretrvávajúcej neistote. Príbeh o umelej inteligencii, ktorý je pre americký akciový trh mimoriadne dôležitý, zostáva dvojsečnou zbraňou: podporuje inovácie a potenciál ziskov a zároveň vyvoláva obavy z bubliny. Príležitosti vidíme v technologickom pokroku a uvoľňovaní menovej politiky, riziká však predstavujú obchodné napätie, vysoké ocenenie a geopolitická nestabilita. Očakáva sa, že zisky podnikov sa budú zvyšovať (pozri graf 2.3), a to vďaka investíciám do umelej inteligencie, infraštruktúry a obrany, hoci udržateľnosť vysokých investícií do umelej inteligencie je spochybňovaná. Celkovo očakávame vyššiu volatilitu na akciových trhoch, ale nie ukončenie základného rastového trendu.

GRAF 2.3: 12M FWD. ODHADUJE SA, ŽE V ROKU 2026 VZRASTIE O DVOJCIFERNÉ ČÍSLO

ODHAD ZISKOV Z FORWARDOV NA ÚROVNI 12 MIL.
A ICH PROGNOZY ZISKU NA KONCI ROKA 2026



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

Na americkom akciovom trhu sa predpokladá silný rast ziskov indexu S&P 500 na úrovni približne 14 %, ktorý bude podporený rastom produktivity v technologickom sektore vďaka umelej inteligencii. Šancí je veľa v prípade veľkých hráčov na poli umelej inteligencie, ako sú výrobcovia polovodičov a softvéroví vývojári, kde by masívne kapitálové výdavky mohli zvýšiť zisky, čo by pomohlo zvýšiť index do konca budúceho roka približne o 12 % na 7 600. Očakávame však, že rok 2026 sa bude vyznačovať vyššou volatilitou ako rok 2025 v dôsledku vysokého ocenenia v kombinácii so zvyšujúcim sa rastom ziskov spoločností, potenciálnou volatilitou sadzieb FED-u a najmä v prípade, že sa nadšenie okolo umelej inteligencie zmierni. Na druhej strane investície do infraštruktúry (sčasti aj vďaka investíciám do dátových centier) pravdepodobne rozšíria dopyt v sektorech, ako sú verejné služby, materiály, stavebníctvo a v neposlednom rade financie, a to v dôsledku rastúcich finančných potrieb. Preto vidíme veľkú pravdepodobnosť, že v roku 2026 sa rozdelenie výkonnosti na americkom akciovom trhu rozšíri.

Výhľad európskych akcií je miernejší, pričom sa očakáva, že index Euro STOXX 50 sa do konca roka 2026 zvýši o 11 % na približne 6 200, k čomu prispeje 8 % rast ziskov. Očakáva sa, že fiškálne stimuly Nemecka spolu s rastúcimi výdavkami na obranu v celej Európe podporia sektory strojárstva, dopravy, logistiky a technológií. Riziká vyplývajúce z obchodných vojen a cieľ by však mohli zaťažovať rast a sú umocnené nízkymi investíciami do technológií, ktoré zaostávajú za rozmachom umelej inteligencie v USA. Konsenzuálne odhady rastu ziskov na rok 2026 môžu byť príliš optimistické na úrovni 13 % a sú náchylné na narušenie vývozu. Preto sú naše odhady rastu zisku konzervatívnejšie. Umelá inteligencia zohráva tlmenejšiu úlohu, pričom Európa je v porovnaní s USA podhodnotená, ale brzdia ju rozdiely v produktivite.

Očakáva sa, že akcie rozvíjajúcich sa trhov (EM) dosiahnu rast HDP približne 4 %, čím predbehnú vyspelé ekonomiky a prispievajú dvoma tretinami ku globálnej expanzii. Zisky vyzerajú sľubne, pričom 12-mesačný forward P/E indexu MSCI EM je na úrovni približne 14, čo prilákalo prílev investícií v prostredí slabšieho USD. Príležitosti môžu poskytnúť demografické dividendy v Indii a Afrike, odliv pracovných miest do Mexika a Vietnamu a odvetvia, v ktorých umelá inteligencia mení podobu, ako napríklad elektronika v Združení krajín juhovýchodnej Ázie (ASEAN). Medzi riziká, ktorým môžeme čeliť, patria vrcholné hodnoty refinancovania dlhu, volatilita komodít a geopolitické napätie, ktoré môžu spôsobiť odlev kapitálu. Prijímanie umelej inteligencie je nerovnomerné, podporuje vývozcov technológií, ale vystavuje ostatných narušeniu pod vedením USA.

FX–DEVÍZOVÝ TRH

Výpredaj USD bude pokračovať, ale pomalším tempom

Neočakávame, že predajný tlak na USD v roku 2026 vymizne. Neistota týkajúca sa Trumpovej politiky pretrváva a pred voľbami v polovici volebného obdobia v USA v novembri budúceho roka môže uprednostniť konkurenčnú menu. Dedolarizácia bude pravdepodobne pokračovať, predovšetkým v oblasti platobných systémov (pozri rámček nižšie). Napriek tomu sa zdá, že prepád dolárového indexu (DXY) o 8 % ako v roku 2025 je vylúčený.

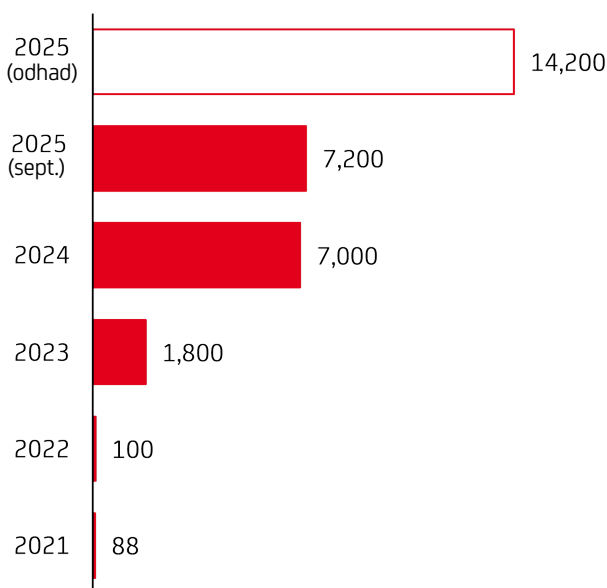
Vidíme obmedzený priestor na to, aby kurz EUR-USD v roku 2026 prekročil úroveň 1,20, keďže v súčasnosti očakávame neutrálnu sadzbu v USA na úrovni 3,50 %, menšie zníženie sadzieb zo strany FED-u, ako trhy očakávajú, a obmedzené riziká politizácie FED-u. Zvýšenie pôžičiek v USA a väčšie výdavky v eurozóne by ďalej zablokovali kurz **EUR-USD** v pásme 1,15 – 1,20. Návrat na úroveň 1,10 alebo pod ňu by si vyžadoval ďalšie uvoľňovanie ECB a úplné zvrátenie očakávaní o znížení sadzieb FED-u. Napriek nedávnomu zotaveniu očakávame nižší kurz **USD-JPY** v dôsledku užšieho úrokového diferenciálu medzi USA a Japonskom a silnejšej fiškálnej politiky v Japonsku, ktorá podporuje akcie a priťahuje finančné prostriedky zo zahraničia. Napriek tomu bude návrat pod 150 pravdepodobne pomalý a skončí tesne pri 145.



VOJNY DEVÍZOVÝCH TRHOV SA STANÚ EŠTE DIGITÁLNEJŠÍMI

Minulý rok sme tvrdili, že vedúca pozícia amerického dolára nie je ohrozená, pretože neexistujú vážne alternatívy. Situácia sa v roku 2026 pravdepodobne nezmení. Trojročný prieskum centrálnych bánk BIS o devízových trhoch potvrdil, že USD sa nachádzal na jednej strane 89,2 % všetkých denných devízových obchodov, zatiaľ čo MMF ukázal, že USD tvorí takmer 58 % všetkých rezerv centrálnych bánk. Napriek tomu sa globálny platobný systém môže stať oblasťou, v ktorej by sa dominancia USD mohla rýchlejšie spochybniť a kľúčovú úlohu by mohol prevziať jüan (CNY), a nie euro. Namiesto digitálneho dolára Spojené štáty stále uprednostňujú súkromné kryptomeny a stablecoiny, ktoré by im vďaka naviazaniu na americký dolár mohli pomôcť udržať si vedúce postavenie. Eurozóna stále zaostáva, keďže prvá transakcia v digitálnom eure sa očakáva až v polovici roka 2029. Čína, naopak, robí obrovské skoky. Nasledujúci graf ukazuje pôsobivý nárast objemu transakcií v **digitálnych jüanoch (e-CNY)** za posledné roky.

GRAF 2.4: OBJEM TRANSAKCIÍ V DIGITÁLNYCH JÜANOCH
CNY MLD



Zdroj: Čínska ľudová banka, Investment Institute UniCredit

Digitálny yüan (e-CNY) je v súčasnosti dôležitou súčasťou čínskych obchodných tokov s desiatimi členmi Združenia krajín juhovýchodnej Ázie (ASEAN) a šiestimi krajinami Blízkeho východu vrátane Saudskej Arábie, Spojených arabských emirátov a Kataru. Mnohé krajiny sú už digitálne integrované s čínskym systémom cezhraničných medzibankových platieb (CIPS).

Peking tak buduje paralelný platobný systém, ktorý je rýchlejší, lacnejší a menej vystavený rozmarom americkej administratívy. Tento prístup možno považovať za typický pre Čínu: neútočí priamo na zavedený systém, ale obchádza ho vytvorením nového. Peking ponúka to, o čo sa usiluje mnoho krajín: finančnú stabilitu bez geopolitických podmienok. Čína aspoň zatiaľ nemá záujem nahradiť americký dolár, ale chce ho relativizovať vytvorením systému, v ktorom je americká jednotka len jednou z mnohých možností.

Komodity

Ropa

Trhy s ropou čaká ďalší slabý rok

Očakáva sa, že trhy s ropou zažijú ďalší slabý rok, keďže rast ponuky naďalej prevyšuje dopyt. Očakáva sa, že po priemernej hodnote 68 USD za barel v roku 2025 sa bude Brent **v budúcom roku** obchodovať v pásme **60 – 65 USD za barel**, pričom riziká sú naklonené smerom nadol. Rozhodnutie OPEC+ pozastaviť zvyšovanie kvót v 1. štvrtroku 2026 čiastočne zmiernilo krátkodobé obavy z nadmernej ponuky, ale malo len malý vplyv na našu prognózu. Skôr zdôrazňuje flexibilitu kartelu pri prispôbovaní sa meniacim sa podmienkam na trhu. Produkčná disciplína síce môže spomaliť nárast zásob, ale rastúca ponuka zo strany producentov mimo OPEC+, najmä v USA, v kombinácii s rastom dopytu, ktorý zostáva v porovnaní s historickými štandardmi mierny, naznačuje nárast zásob. Štrukturálne prekážky a utlmená čínska spotreba posilňujú tón poklesu, takže jedinými významnými katalyzátormi rastu cien ropy sú geopolitické vzplanutia a nestabilný OPEC+.



Očakávame, že Brent sa v budúcom roku bude obchodovať za 60 – 65 USD za barel.

Plyn

Nové dodávky budú vyvíjať tlak na ceny

Významné nové dodávky LNG by mali byť uvedené do prevádzky v roku 2026, najmä z USA, Kataru a Kanady. Tento rast ponuky pravdepodobne prevýši rast dopytu a bude vyvíjať tlak na znižovanie cien. V roku 2026 očakávame priemernú cenu TTF **30 – 35 EUR/MWh** v porovnaní s 39 EUR/MWh v roku 2025. Ceny počas nadchádzajúcej zimy by však mohli byť volatilné v závislosti od poveternostných podmienok, keďže zásoby sú nižšie ako v zime 2024 – 2025 v dôsledku výrazného zníženia zásob počas studenej zimy. Ak bude aj táto zima podobne chladná, budúce leto bude potreba doplnenia ešte vyššia. Táto situácia vytvára napätú situáciu na európskom trhu s plynom, najmä v prvej polovici roka, kým budú nové dodávky k dispozícii v plnom rozsahu.



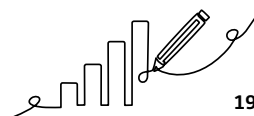
V roku 2026 očakávame priemernú cenu TTF na úrovni 30 – 35 EUR/MWh.



TRH S PLYNOM ČELÍ NARUŠENIU NA BÁZE UMELEJ INTELIGENCIE

Štrukturálne zmeny v dynamike dopytu a ponuky by mohli priniesť strednodobé riziká zvýšenej volatility cien. Kľúčovým faktorom tejto transformácie je nárast investícií **veľkoodberateľov** do dátových centier novej generácie na podporu vývoja umelej inteligencie. Objednávky na plynové turbíny u veľkých výrobcov, ktoré sú do veľkej miery spojené s infraštruktúrou súvisiacou s umelou inteligenciou, predovšetkým v USA, naznačujú ďalší ročný dopyt po zemnom plyne na celom svete v rokoch 2025 až 2035 v objeme 155 až 206 miliárd m³.

Len v USA predstavuje toto množstvo približne 18 – 24 % súčasnej domácej spotreby. Okrem rozsahu dopytu je dôležitá aj jeho povaha: pre týchto prevádzkovateľov môže aj hodina výpadku znamenať miliardové straty, čo spôsobuje vysokú nepružnosť dopytu a ochotu platiť príplatky za spoľahlivosť. Na strane ponuky výrobcovia uprednostňujú dlhodobé zmluvy na LNG s pevnou cenou nad úrovňou spotovej ceny, aby ospravedlnili ďalšie vrty vo vyspelých panvách. Kombinácia rigidnejšieho dopytu a obmedzenej ponuky spôsobuje, že trh so zemným plynom je vystavený šokom a výkyvom cien.



Zlato

Pevná štrukturálna podpora, keďže stimuly slabnú

Zlato od začiatku roka vzrástlo o viac ako 50 % v dôsledku fiškálnych obáv v USA, silného dopytu centrálnych bánk a očakávaní uvoľnenia menovej politiky. Po krátkej korekcii z rekordných hodnôt sa ceny stabilizovali nad úrovňou 4 000 USD za uncu, podporené obnovenými očakávaniami zníženia sadzieb a odolným prílevom ETF. Napriek tejto vysokej výkonnosti krátkodobá dynamika naznačuje obmedzenejší výhľad. Podporné faktory, ako sú geopolitické riziká, nákupy centrálnych bánk a ekonomická neistota v USA, zostávajú, ale v budúcnosti môžu mať menší vplyv. Medzitým znížená slabosť USD, pozastavenie znižovania sadzieb FED-u a stabilné reálne sadzby oslabujú dynamiku.

Tieto podmienky poukazujú na bočné cenové pôsobenie s rizikom rastu na začiatku budúceho roka keďže trhy upravujú očakávania týkajúce sa menovej politiky a globálneho rizikového sentimentu. Vzhľadom na dlhodobé faktory si zachovávame konštruktívny pohľad. Očakávame, že zlato sa bude v roku **2026 obchodovať v pásme 4 100 – 4 400 USD/uncu**, keďže globálne investičné prostredie naďalej uprednostňuje stabilné aktíva.

Očakávame, že zlato sa v roku 2026 bude obchodovať v pásme 4 100 – 4 400 USD za uncu.



Alternatívy

Bitcoin

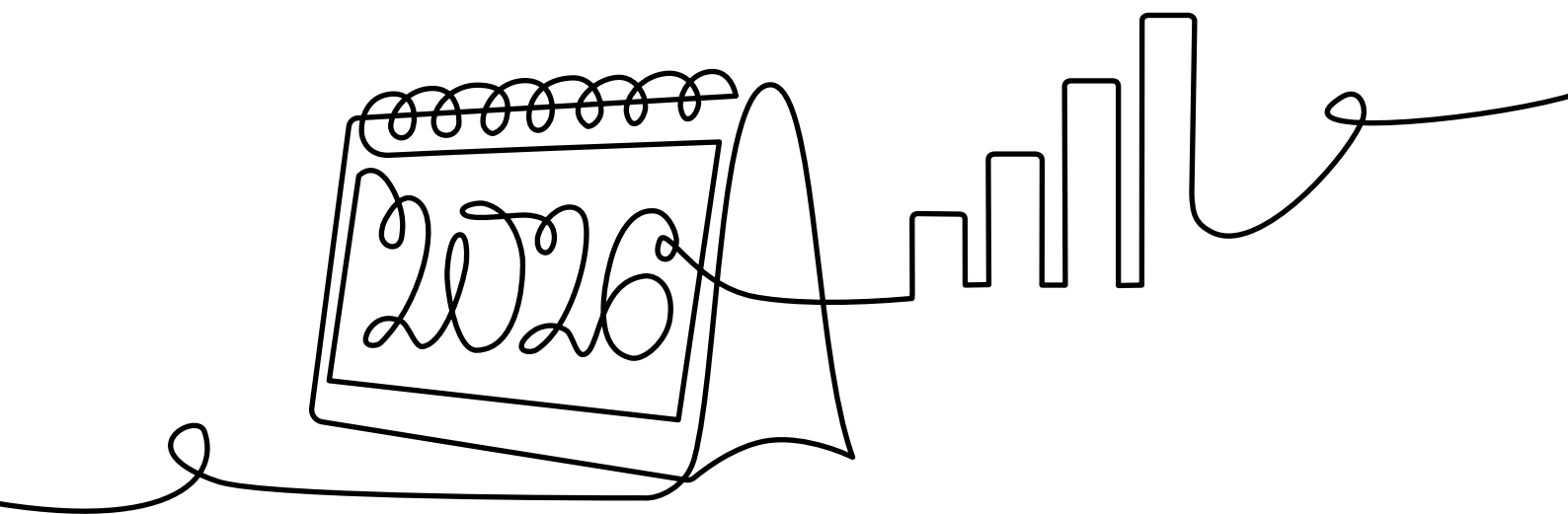
Neutrálny výhľad, ale stále taktická alokácia

Bitcoin vymazal svoje ročné zisky a prudko klesol z októbrovej rekordnej úrovne nad 125 000 USD pod 90 000 USD. Pokles je odrazom silného odlevu ETF a nepriaznivých makroekonomických faktorov, ako sú slabnúce očakávania zníženia úrokových sadzieb a silnejší americký dolár. Predchádzajúce zisky v tomto roku boli spôsobené podpornou reguláciou v USA vrátane zákonov Genius a Clarity, ktoré objasnili dohľad a podporili prijatie inštitucionálnych opatrení (napr. alokácie do dôchodkových fondov). Nálada sa však v poslednom čase zhoršila a na kryptotrhoch v súčasnosti prevláda averzia voči riziku, čo zaručuje neutrálny postoj do konca roka. Vzhľadom na takmer nulovú koreláciu so zlatom považujeme Bitcoin skôr za aktívum s vysokou beta-hodnotou spojené s akciami než za uchovávateľa hodnoty. Napriek volatilita a rizikám poklesu zostáva náš strednodobý výhľad do roku 2026 až 2027 neutrálny až mierne konštruktívny, k čomu prispieva očakávané zníženie sadzieb v USA, rastúca likvidita a štrukturálne slabší americký dolár. Bitcoin však zostáva vysoko rizikovým obchodom vhodným len pre tých najoportunistickejších investorov.

Naproti tomu **stablecoiny** zaznamenali v 3. štvrťroku 2025 rekordný prílev približne 45 miliárd USD, čo je prudký nárast oproti 10,8 miliardy USD v predchádzajúcom štvrťroku, pričom celková ponuka presiahla 300 miliárd USD. Objem prevodov dosiahol v 3. štvrťroku 2025 približne 15,6 bilióna USD, pričom automatizovaná činnosť predstavovala približne 70 % celkového objemu. Napriek tomu počet retailových transakcií, t. j. transakcií do 10 000 USD, naďalej stabilne rastie, čo odráža rozšírenie používania medzi bežnými používateľmi. Stablecoiny fungujú ako nízkovolatilný medzičlánok medzi kryptomenami a klasickými menami, podporujú obchodovanie, platby, prevody a decentralizované finančné aktivity (DeFi). Primárne sú kryté hotovosťou a krátkodobými americkými štátnymi dlhopismi, poskytujú likviditu a nepretržitú použiteľnosť pri zachovaní stabilnej hodnoty. Ich úloha dopĺňa aktíva s vysokou beta hodnotou, ako je bitcoin, a oba segmenty profitujú z pokračujúcej regulačnej jasnosti, aj keď sa požiadavky na transparentnosť stablecoinov naďalej vyvíjajú.



Najdôležitejšie príbehy roka 2026



AUTORI

Tullia Buccová

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyánová

Tobias Keller

Stefan Kolek

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Michael Teig

Marco Valli

- 1 Prebudenie Európy v roku 2026 do reality
- 2 Dilema Európy týkajúca sa kritických surovín
- 3 Riziká a príležitosti na súkromnom úverovom trhu

1 Prebudenie Európy v roku 2026 do reality

S príchodom roku 2026 stojí Európa na križovatke **sľubov, ktoré musí splniť**. EÚ oznámila hlavné záväzky v oblasti výdavkov na obranu a integrácie, reformu svojho hospodárstva a revíziu svojej migračnej politiky. Nemecko, najväčšia európska ekonomika, sa vzdalo fiškálneho konzervativizmu a predstavilo svoju fiškálnu bazuku (pozri „[WILL THE FISCAL BAZOOKA FINALLY START FIRING?](#)“, s. 8). Tieto kroky signalizujú odhodlanie Európy reagovať na rastúce geopolitické hrozby jednotným postupom v otázkach, ktoré sa kedysi považovali za príliš citlivé alebo príliš rozsiahle na koordináciu EÚ.

Je však nepravdepodobné, že by sa Európa postavila týmto obrovským výzvam čelom. Súhrn dôkazov stále poukazuje na **nesystematický prístup**, ktorý zvyšuje riziko nedostatočného plnenia cieľov. Pokiaľ ide o hospodársku účinnosť, najväčšiu záťaž budú stále niesť národné iniciatívy, predovšetkým iniciatíva Nemecka. Spoločné iniciatívy, ako napríklad SAFE (Security Action for Europe), síce pomáhajú, ale nemusia byť dostatočné na riešenie hlavných nedostatkov, s ktorými Európa dlhodobo zápasí. Je príznačné, že mierne zvýšenie rozpočtu EÚ na roky 2028 – 2034, ktoré navrhla Európska komisia, sa stretlo s rozhodným odporom takzvaných „úsporných“ členských štátov. To obmedzuje schopnosť EÚ konať strategicky nad rámec vyčlenených iniciatív, ako je napríklad obrana, a poukazuje na rozdiel medzi veľkými ambíciami Európy a jej politickou zotrvačnosťou, ku ktorej sa pridávajú obmedzené fiškálne nástroje.

Využitie mechanizmu posilnenej spolupráce, ako nedávno navrhol bývalý prezident ECB Mario Draghi, by si vyžadovalo francúzsko-nemecké vedenie v kľúčových strategických otázkach. Zdá sa, že je to ťažké dosiahnuť aj vzhľadom na nestabilnú politickú situáciu vo Francúzsku (pozri „[FRENCH POLITICAL DRAMA TO continue](#)“, s. 9) a skutočnosť, že nemecká vláda sa sústreďuje na svoju vlastnú domácu agendu. Preto sa obrat ku „geopolitickejšej“ Európe javí **skôr ako ašpirácia než istota**. To znamená, že rok 2026 bude pravdepodobne skôr rokom postupného pokroku než rokom štrukturálnej transformácie.

ROZPOČET EÚ

Po dvoch rokoch rokovaní sa finančný rámec na roky 2028 – 2034 zameria na inteligentnejšie a nie väčšie výdavky, **väčšiu podmienenosť**, štrhľejšiu štruktúru a väčší príklon ku konkurencieschopnosti a obrane. V rozpočte sa tiež presmerujú výdavky na európske verejné statky (EPG), ako je kľúčová infraštruktúra a priemyselná politika. Spoločná fiškálna kapacita však zostáva obmedzená. O plánoch na financovanie európskych verejných statkov (EPG) prostredníctvom rozsiahleho spoločného dlhu sa vážne nediskutovalo. Hoci nový rámec znamená inštitucionálny pokrok, **objem dostupných zdrojov** nebude dostatočný na to, aby EÚ dokázala čeliť výzvam, ktoré prináša nové geopolitické prostredie.

OBRANA

Budúci rok bude **rozhodujúcou skúškou** toho, či európske plány veľkých výdavkov prinesú väčšiu nezávislosť od USA, alebo len posilnia existujúcu roztrieštenosť. EÚ a jej členské štáty sa zaviazali výrazne zvýšiť výdavky s cieľom priblížiť sa k cieľu NATO, ktorým je 3,5 % HDP na základné výdavky na obranu. Ako prvé sa do toho pustilo Nemecko, ktoré využilo novú národnú únikovú doložku na zvýšenie deficitu a zvýšenie výdavkov na obranu, zatiaľ čo väčšina ostatných spojencov EÚ a NATO plánuje postupnejšie zvyšovanie. Na európskej úrovni sa **hlavným nástrojom** stal **SAFE**: dlhodobý úverový program v hodnote 150 miliárd EUR s prísnyimi podmienkami vrátane kritérií „kúpaj európske“ a požiadaviek, aby sa na projektoch podieľali aspoň dva členské štáty. Program SAFE je navrhnutý tak, aby povzbudil krajiny k spoločnému plánovaniu a priemyselnej integrácii namiesto obvyklých roztrieštených národných snáh. Ak bude výber projektov správny a členské štáty budú tento nástroj využívať vo veľkom rozsahu, európsky obranný priemysel a strategická autonómia sa môžu výrazne posilniť.

KONKURENCIESCHOPNOSŤ

Okrem obáv o bezpečnosť je čoraz väčším zdrojom obáv nedostatočná konkurencieschopnosť Európy, najmä preto, že USA a Čína sa predbiehajú v technológiách a investíciách. Kľúčovou výzvou pre konkurencieschopnosť Európy bude rýchlosť implementácie. Len približne **11 % Draghiho odporúčaní** bolo plne implementovaných 12 mesiacov po zverejnení Draghiho správy v septembri 2024, pričom približne 20 % bolo implementovaných čiastočne. Dobrou správou je, že v roku 2025 sa začali iniciatívy EÚ, ktoré naznačujú strategický posun smerom k väčšej autonómii a vyššej účinnosti. Ústredným bodom tohto programu je **dohoda o čistom priemysle**, ktorá zahŕňa opatrenia na reindustrializáciu Európy prostredníctvom podpory výroby čistých technológií, zabezpečenia kritických dodávok a zníženia vstupných nákladov pre priemysel. Ďalšou dôležitou politickou iniciatívou je dokončenie **jednotného trhu EÚ** do roku 2028, zjednodušenie pravidiel a zníženie fragmentácie. Mnohé z Draghiho odporúčaní však smerujú k vnútroštátnym politikám: od modernizácie vzdelávania a odbornej prípravy až po revíziu daňových a pracovných predpisov a dobudovanie jednotného trhu služieb.

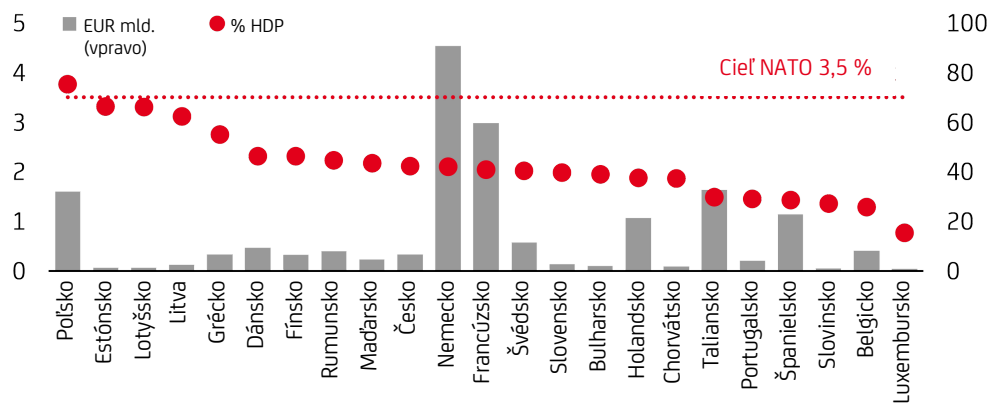
MIGRÁCIA

Migrácia je od utečeneckej krízy v roku 2015 jednou z najrozporupnejších politických tém v Európe. Po tom, ako sa v roku 2024 konečne dohodol nový komplexný pakt o migrácii a azyle, budú príslušné nariadenia plne funkčné do leta 2026. To znamená, že **rok 2026 bude rozhodujúcim rokom** pre riadenie migrácie v Európe, čo je kľúčovým výsledkom tak pre vnútornú súdržnosť EÚ, ako aj pre domácu politiku členských štátov.

ROZHODOVANIE V EÚ A KOALÍCIE OCHOTNÝCH

To, či Európa v dlhodobom horizonte dosiahne ďalší pokrok v oblasti strategických priorít, závisí aj od jej (zložitého) rozhodovacieho procesu. Pravidlo jednomyseľnosti síce zabezpečuje, že všetky členské štáty majú hlas, ale zároveň umožňuje jednotlivým vládam brzdiť kolektívne kroky, aj keď existuje širší strategický konsenzus. Nedávne diskusie naznačujú, že **hlasovanie kvalifikovanou väčšinou** by sa mohlo selektívne uplatňovať pri budúcich rozhodnutiach o rozšírení, čo je obzvlášť dôležité pre krajiny strednej a východnej Európy, ktoré čakajú na vstup (Ukrajina, Moldavsko a západný Balkán). Okrem toho je pravdepodobné, že v roku 2026 bude narastať počet iniciatív, ktorých hnacou silou budú „**koalície ochotných**“: menšie skupiny európskych krajín, ku ktorým sa môžu pripojiť aj nečlenské krajiny EÚ a ktoré sa budú usilovať o pokrok v integrácii vo vybraných oblastiach, pričom nechajú otvorené dvere pre ďalšie krajiny, ktoré sa k nim neskôr pridajú.

GRAF 3.1: SPOJENCI EÚ A NATO ZVÝŠIA VÝDAVKY NA ZÁKLADNÚ OBRANU
CELKOVÉ VÝDAVKY NA OBRANU V ROKU 2024



Zdroj: Európska komisia, Európska obranná agentúra, Investment Institute UniCredit

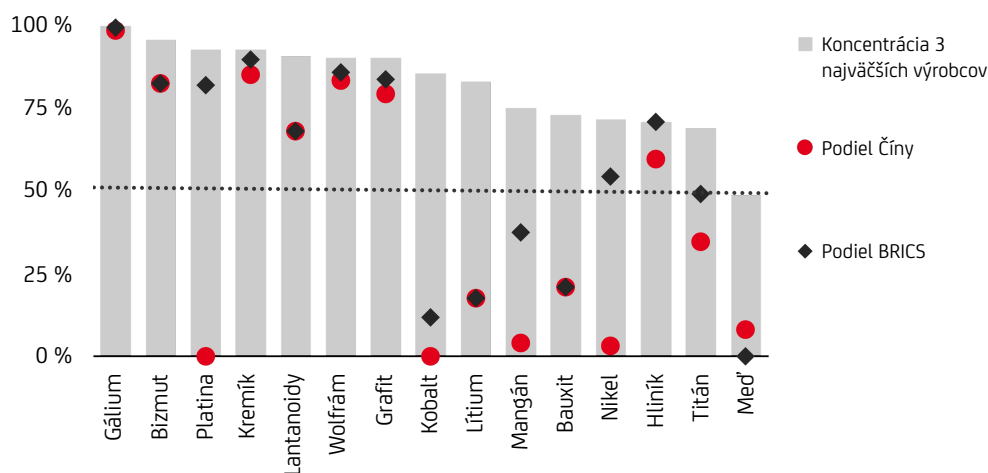
2 Dilema Európy týkajúca sa kritických surovín

Geoeconomika¹ – strategické využívanie ekonomických nástrojov na dosiahnutie geopolitických cieľov – sa stala určujúcou silou na globálnych trhoch, najmä v oblasti kritických komodít. Materiály ako lítium, kobalt a vzácne zeminy sú nevyhnutné pre technologickú a priemyselnú základňu 21. storočia, od obnoviteľných zdrojov energie a elektrických vozidiel až po spotrebnú elektroniku, pokročilú výrobu a obranu. V dôsledku toho sa presunuli **z priemyselných vstupov na strategické aktíva** a dostali sa do popredia geoeconomického súťaže. Najnovší spor medzi USA a Čínou, ktorý nasledoval po rozhodnutí Pekingu obmedziť vývoz vzácnych zemín do USA,² zdôrazňuje aj napriek ročnému odkladu význam geoeconomického rizika, ktoré stále nesie potenciál narušiť trhy v roku 2026. V tejto súvislosti čelí EÚ dileme: jej členské krajiny sú chudobné na zdroje, ale ich dopyt po kritických nerastných surovinách je vysoký, čo znamená, že spoľahlivé dodávky sú mimoriadne dôležité. Nedostatok zdrojov v Európe, ako aj jej obmedzená ťažobná a spracovateľská kapacita vytvárajú prekážky v dodávkach, ktoré by mohli narušiť jej ekologický prechod a ohroziť jej strategickú autonómiu.

KRAJINY G7 SA MUSIA SPOLIEHAŤ NA PRÍSTUP K ZDROJOM BRICS

V tejto súvislosti EÚ v záujme riešenia tohto problému rozlišuje medzi strategickými, kritickými a nekritickými nerastnými surovinami. Strategické a kritické suroviny (SRM, CRM) vykazujú vysoké riziko koncentrácie medzi niekoľkými ťažobnými krajinami, čo vytvára **strategickú zraniteľnosť** pre regióny chudobné na zdroje, ako je EÚ. V grafe 3.2 je znázornený stupeň koncentrácie 15 SRM, ako ich definovala EÚ: tri najväčšie produkčné krajiny predstavujú 50 % až 100 % ťažobných dodávok a niektoré nerastné suroviny sú do veľkej miery koncentrované v Číne, čo zdôrazňuje zraniteľnosť Európy.

GRAF 3.2: VÝROBA KĹÚČOVÝCH STRATEGICKÝCH MINERÁLOV JE VYSOKO KONCENTROVANÁ
PODIEL PRODUKČIE ŤAŽBY NERASTNÝCH SUROVÍN KLASIFIKOVANÝCH AKO STRATEGICKÝCH PODĽA EÚ



Zdroj: EÚ, US Geological Survey, Investment Institute UniCredit

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

² Nadväzuje na podobný krok čínskej vlády z roku 2010, ktorá zakázala vývoz vzácnych zemín do Japonska po incidente okolo ostrovov Senkaku.

Navyše, na rozdiel od krajín BRICS+, ktoré kontrolujú značné rezervy, väčšina ekonomík G7 nemá významné depozity. Iba USA, Kanada a Austrália, ktoré sú hospodársky a politicky spojené s G7, môžu týmto krajinám pomôcť čiastočne vyrovnať tento rozdiel. Napriek tomu si krajiny BRICS+ stále udržiavajú **oligopolné postavenie** v ťažbe. Najdominantnejším hráčom je Čína, ktorá sa podieľa viac ako 50 % na celosvetovej ťažbe takmer polovice nerastných surovín, ktoré EÚ klasifikuje ako strategické. Táto dominancia je ešte výraznejšia v oblasti rafinácie: v prípade nerastných surovín, ktorých zásoby sú obmedzené, ako napríklad kobalt a lítium, si Čína zabezpečila vedúce postavenie vďaka svojej rozsiahlej rafinárskej kapacite.

Táto nerovnováha je dôsledkom desaťročí strategických, hospodárskych a environmentálnych rozhodnutí. Západné ekonomiky vrátane EÚ prestali uprednostňovať domácu ťažbu kvôli prísny environmentálnym predpisom, vysokým nákladom na ťažbu a politickému odporu. Globalizácia posilnila model dodávateľského reťazca just-in-time, ktorý uprednostňuje efektívnosť pred odolnosťou. Čína túto medzeru využila prostredníctvom štátom podporovaných investícií, dlhodobých zmlúv a majetkových podielov v ťažobných operáciách v Ázii, Afrike a Latinskej Amerike v rámci iniciatívy Novej hodvábnej cesty, ktorá zabezpečila stály prísun surovín do čínskych rafinérií a upevnila jej **dominantné postavenie na začiatku dodávateľského reťazca**. Krajiny G7 zároveň nedostatočne investovali do existujúcich prevádzok, ako napríklad do vzácnych zemín v USA, a namiesto toho sa spoliehali na lacnejší dovoz od čínskych dodávateľov. Vybudovanie konkurencieschopnej rafinárskej infraštruktúry by podľa odhadov odvetvia mohlo trvať desať rokov alebo dlhšie. V dôsledku toho si krajiny BRICS+ na čele s Čínou zachovávajú strategický vplyv na kritické dodávateľské reťazce nerastných surovín. Táto pozícia pravdepodobne pretrvá a bude v dohľadnej budúcnosti formovať globálnu technológiu a výrobu.

EURÓPSKA STRATÉGIA V OBLASTI NERASTNÝCH SUROVÍN SA MENÍ Z TÚŽBY NA NALIEHAVOSŤ

EÚ si uvedomuje svoju závislosť od externých dodávateľov, a preto zaviedla niekoľko legislatívnych a iných iniciatív na zníženie svojej závislosti. V akte EÚ o kritických surovinách, ktorý bol prijatý v roku 2024, sa do roku 2030 stanovujú tieto jasné referenčné hodnoty: najmenej 10 % dopytu v EÚ sa musí ťažiť na domácom trhu, 40 % sa musí spracovať v rámci bloku, 25 % musí pochádzať z recyklácie a najviac 65 % z jednej tretej krajiny. Tieto ambiciózne ciele zdôrazňujú strategický obrat. Európa už nepovažuje bezpečnosť zdrojov za priemyselnú poznámku pod čiarou, ale za **základný kameň hospodárskej odolnosti**. Na jeho realizáciu sa odhadujú investície vo výške 22,5 miliardy EUR v rámci 47 strategických projektov v 13 členských štátoch EÚ a partnerských krajinách.

Okrem toho má Európska aliancia pre suroviny za úlohu diverzifikovať dodávateľské reťazce mimo Číny a Ruska, zatiaľ čo Európska aliancia pre batérie sa zameriava na vytvorenie konkurencieschopného ekosystému batérií s cieľom znížiť závislosť od ázijských výrobcov katód a anód. Rámec obehového hospodárstva dopĺňa toto úsilie a stanovuje **strategickú víziu bloku pre znižovanie odpadu a zlepšovanie efektívnosti využívania zdrojov** a pripravovaný Akt o obehovom hospodárstve túto víziu premietne do záväzných cieľov vrátane zdvojnásobenia miery obehového hospodárstva EÚ na 24 % do roku 2030. Obchodná diplomacia pridáva ďalšiu páku: dohody ako EÚ-Mercosur sú určené na zabezpečenie prístupu k CRM od partnerov bohatých na zdroje.

ODVETVOVÉ DÔSLEDKY

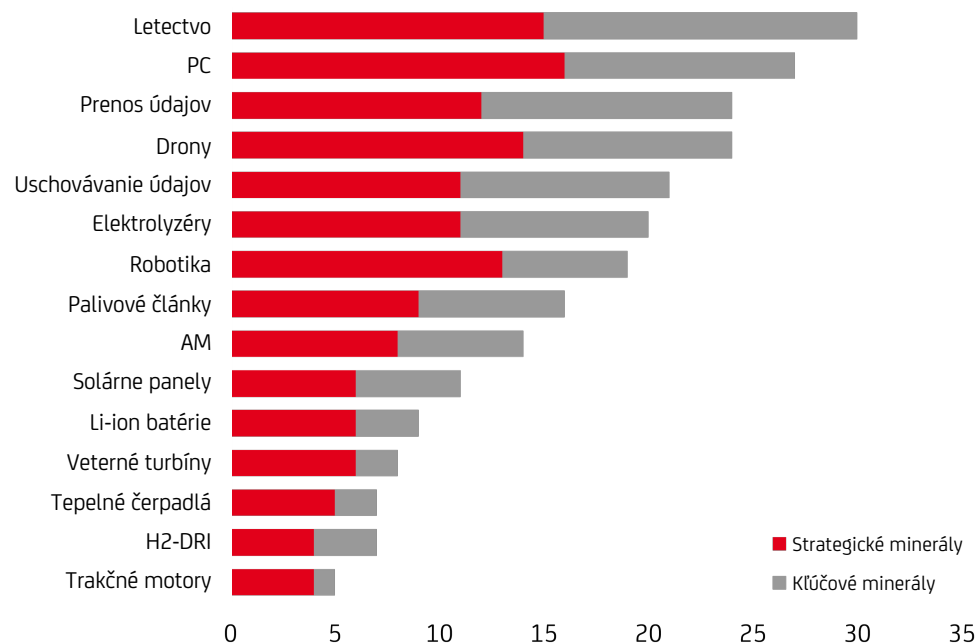
Dopyt po produktoch vyrábaných zo strategických a kritických nerastných surovín bude medzitým rásť bezprecedentným tempom prakticky vo všetkých technológiách, a to vďaka rastu v oblasti technológií obnoviteľných zdrojov energie, elektrickej mobility a modernej výroby. Medzi najpoužívanejšie materiály v strategických technológiách patria hliník, meď, nikel, kremík a mangán, pričom každý z nich sa vyskytuje vo viac ako desiatich kritických aplikáciách. Táto závislosť sa prejavuje vo **všetkých fázach hodnotového reťazca**, od ťažby nerastných surovín až po rafináciu, spracovanie a výrobu medziproduktov. V odvetviach, ako je fotovoltika, pokrýva čínska dominancia celý hodnotový reťazec, zatiaľ čo v oblasti veternej energie a elektromotorov sa rozširuje na kľúčové materiály, ako sú magnety zo vzácnych zemín.



Na základe klasifikácie strategických a kritických nerastných surovín EÚ je v grafe 3.3 znázornená závislosť konkrétnych technológií, ktoré Európska komisia považuje za kľúčové pre hospodársky život v 21. storočí, od týchto nerastných surovín. Množstvo potrebného materiálu však neznižuje význam týchto minerálov: absencia jedného prvku môže mať vplyv na výrobu. Dopyt po týchto materiáloch tiež prudko vzrastie. Napríklad v prípade lítia prognózy EÚ naznačujú dvadsaťjedennásobný nárast do roku 2050, zatiaľ čo dopyt po platine by sa v rovnakom horizonte mohol zvýšiť dvestonásobne.

GRAF 3.3: ZÁVISLOSŤ OD MINERÁLOV V TECHNOLOGIÁCH 21. STOROČIA

POČET STRATEGICKÝCH A KĹÚČOVÝCH MINERÁLNYCH ZDROJOV POUŽÍVANÝCH VO VYBRANÝCH EKONOMICKÝCH SEGMENTOCH V EÚ



Zdroj: EÚ, Investment Institute UniCredit

Poznámka: AM = aditívna výroba, PV = fotovoltika, H2 DRI = železo s priamou redukciou vodíka a elektrické oblúkové pece

Zhrnuté a podčiarknuté, geoeconomika môže vyvolať šoky, ktoré sa šíria priemyselnými odvetvami a nepriaznivo ovplyvňujú konkurencieschopnosť a hospodársku bezpečnosť. Okrem toho kombinácia rastúceho dopytu a koncentrovanej ponuky vystavuje EÚ riziku vážnych výpadkov v prípade geoeconomického napätia, čo znamená riziko pre trhy s rizikovými aktívami. Keďže EÚ nemá geologické zásoby, môže znížiť svoju závislosť od kritických materiálov z krajín BRICS+ **diverzifikáciou dodávateľských reťazcov** smerom k stabilným partnerom, rozšírením strategických zásob, vybudovaním spracovateľskej a recyklačnej infraštruktúry – najmä v prípade vzácnych zemín a batérií – a prostredníctvom technologických inovácií a lepšej efektívnosti využívania zdrojov. Nové spracovateľské projekty si však vyžadujú dlhý čas na uvedenie do prevádzky, zatiaľ čo úsilie o recykláciu závisí od hromadenia materiálov po skončení životnosti, čo je proces, ktorý nemusí priniesť významné výhody pred rokom 2030.

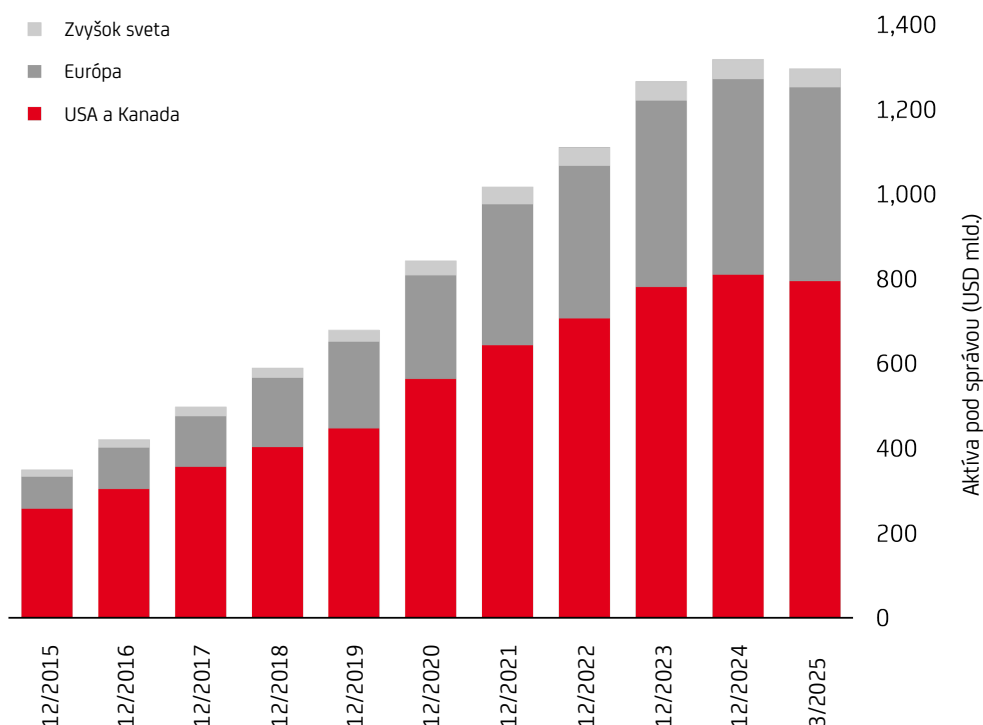
V tejto súvislosti je pre zmiernenie zraniteľnosti dodávateľského reťazca kľúčové udržiavať konštruktívne a spoľahlivé vzťahy s poprednými výrobcami kľúčových nerastných surovín. EÚ môže tiež posilniť svoju vyjednávaciu pozíciu v medzinárodnom obchode využitím oblastí svojej štrukturálnej sily: veľkosti trhu, vedúceho postavenia vo výrobe a ekologických technologických noriem. Blok má tiež niekoľko potenciálnych odvetných nástrojov, ktoré by mohol použiť proti iným krajinám, ktoré sa snažia podkopať jeho hospodárstvo, ako napríklad obmedzenie prístupu k unikátnym technológiám a v krajnom prípade použitie svojho nástroja proti nátlaku. Pre investorov to znamená sledovať obchodnú diplomaciu EÚ a strategické projekty, pretože tie budú ovplyvňovať bezpečnosť dodávok a investičné príležitosti v oblasti čistých technológií a vyspelých výrobných odvetví.

3 Riziká a príležitosti na súkromnom úverovom trhu

Súkromné úvery sa vzťahujú na priame úvery poskytované podnikom strednej veľkosti, zvyčajne nebankovými subjektmi, ako sú súkromné dlhové fondy a spoločnosti pre rozvoj podnikania (BDC). Trh súkromných úverov vykázal za posledné desaťročie silný 20 % rast, pričom dominoval trh v USA. Nedávne titulky týkajúce sa zlyhania súkromného úverového financovania v USA vyvolali obavy o jeho úverovú kvalitu a potenciálne negatívne vplyvy na širší finančný systém a hospodárske vyhliadky USA.

GRAF 3.4 SILNÝ ROZVOJ SÚKROMNÉHO ÚVEROVÉHO TRHU

CELKOVÝ OBJEM NEŠPLATENÝCH PRIAMYCH ÚVEROV A ÚVEROV ZALOŽENÝCH NA AKTÍVACH
PODĽA REGIÓNU DLŽNÍKA (V MLD. USD)



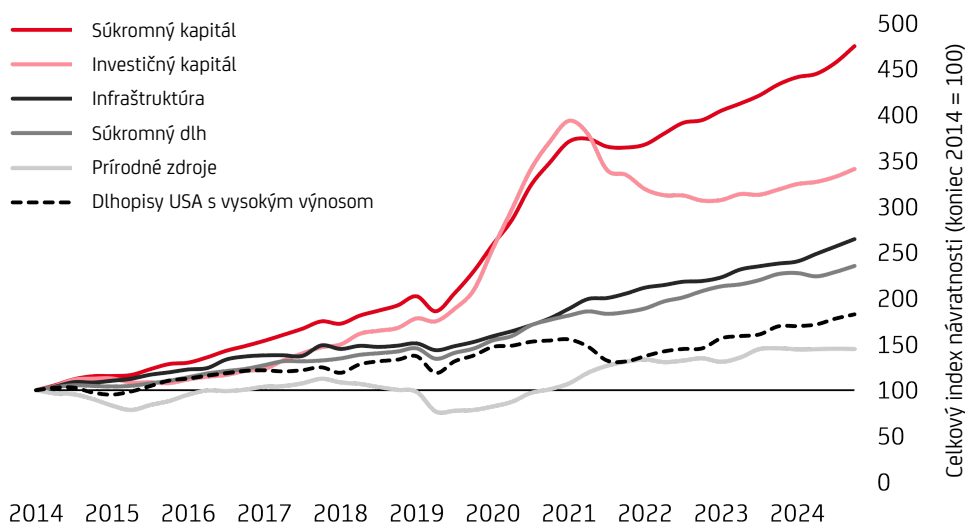
Zdroj: Preqin, Investment Institute UniCredit

Súkromné úvery poskytujú investorom príležitosti, ponúkajú diverzifikáciu portfólia a možnosť vyšších výnosov. Priemerný ročný celkový výnos amerického súkromného dlhu za posledných desať rokov je 8,1 % ročne, čo predstavuje prebytok ročného výnosu o 2,5 percentuálneho bodu v porovnaní s americkým úverom s vysokým výnosom (HY). Je ťažké merať a porovnávať volatilitu, pretože súkromné úvery sú menej likvidnou triedou aktív ako dlhopisy HY. Štandardná odchýlka štvrtročných výnosov od roku 2015 do roku 2025 je však v prípade súkromných úverov nižšia ako v prípade dlhopisov HY.

Súkromný úver je
menej likvidné aktívum
ako dlhopisy s vysokým
výnosom.

GRAF 3.5 SÚKROMNÝ ÚVEROVÝ TRH USA ZA POSLEDNÉ DESAŤROČIE PREKONAL VÝKONNOSŤ AMERICKÝCH DLHOPISOV S VYSOKÝM VÝNOSOM

INDEXY CELKOVEJ NÁVRATNOSTI ALTERNATÍVNYCH TRIED AKTÍV A USA S VYSOKÝM VÝNOSOM



Zdroj: Bloomberg, PitchBook Data, Investment Institute UniCredit

Americké a európske regulačné orgány opakovane upozorňujú na riziká, ktoré súkromné úvery predstavujú pre finančný systém. Napríklad *správa MMF o globálnej finančnej stabilite* z októbra 2025 ukázala, že zraniteľnosť nebankových finančných sprostredkovateľov sa môže rýchlo preniesť do hlavného bankového systému, čo zosilňuje šoky a komplikuje krízové riadenie. V tejto súvislosti sa výrazne zvýšila expozícia tradičných bánk voči nebankovým finančným inštitúciám (NBFÍ), ktoré zahŕňajú oblasti podliehajúce miernejšiemu regulačnému rámcu, ako je súkromný kapitál a súkromné úvery. Americké banky majú v priemere 9 % úverových portfólií voči NBFÍ a v USA približne polovica bánk analyzovaných MMF má expozíciu voči NBFÍ presahujúcu ich kapitál Tier 1, čo znamená, že rizikový scenár by mohol výrazne ovplyvniť úroveň ich kapitalizácie.

V USA je jednou z problematických oblastí **presun úverov na komerčné nehnuteľnosti** z tradičného bankového sektora na súkromné úverové subjekty, ktorý sprevádzajú linky financovania z bánk na tieto subjekty, čo obmedzuje transparentnosť kvality základných aktív bankového sektora. V Európe je napriek rastu súkromného úverového trhu v porovnaní s celkovými bankovými úvermi stále malý. Banky pod dohľadom ECB poskytujú nebankovým finančným inštitúciám úvery v objeme 5,7 bilióna EUR v porovnaní s 0,4 bilióna EUR spravovaných európskych súkromných úverových aktív. BDC sú často s **nižším investičným ratingom (IG)**, zatiaľ čo súkromné úverové úvery sa poskytujú dlžníkom s nižším ratingom. Tento vývoj je podporovaný prísnejšou reguláciou bánk, vďaka ktorej je z hľadiska návratnosti prideleného kapitálu pre banky atraktívnejšie držať expozíciu voči súkromným úverovým subjektom s ratingom IG ako voči riziku podnikových úverov s nižším ratingom. Okrem toho niekoľko európskych bánk poskytuje úverové linky aj súkromným úverovým subjektom v USA.

Napriek nedávnym prípadom idiosynkratického zlyhania v USA v súčasnosti nevidíme žiadne systémové riziko pre celý súkromný úverový sektor. Nesplácanie sa týkalo **dlžníkov so slabými ekonomickými základmi alebo zraniteľnými obchodnými modelmi** a čiastočne bolo spôsobené podvodnými aktivitami. Štvrťročné údaje o zlyhaní súkromných úverových transakcií v USA ukazujú v 3. štvrťroku 2025 len postupné zhoršovanie. V roku 2025 došlo k spomaleniu objemu nových obchodov v porovnaní s rokom 2024. Cenotvorba nedávných súkromných úverových obchodov v roku 2025 ukazuje ďalšie mierne sprísnenie rozpätia v priebehu roka 2025, čo naznačuje, že poskytovatelia úverov nevidia žiadne systémové napätie (čo vysvetľuje sprísnenie rozpätia), ale mohli by byť selektívnejší na úrovni jednotlivých obchodov (čo vysvetľuje zníženie objemu nových obchodov v porovnaní s rokom 2024).

Náš základný scenár pre rok 2026 predpokladá viac idiosynkratických zlyhaní v USA, ale žiadne systémové napätie. To by malo zvláduteľný vplyv na bankový sektor, ale pravdepodobne by to viedlo k väčšej volatilitite ocenenia akcií a úverov exponovaných bánk. V roku 2026 tiež očakávame pomalší rast tohto segmentu. Ako rizikový prípad vidíme v prípade dlhotrvajúcej hospodárskej recesie (ktorá nie je naším základným scenárom) riziko, že rastúci počet nesplácaných súkromných úverov by mohol vytvoriť tlak na súkromné úverové subjekty, čo by viedlo k väčšiemu počtu nesplácaných bankových úverov. V tejto súvislosti je užitočné pozrieť sa na reakciu trhu v roku 2023, keď malo problémy niekoľko amerických regionálnych bánk a Credit Suisse. Ako ukazuje graf 3.6, v roku 2023 investori rozlišovali medzi rôznymi typmi úverov, pričom európske finančné úvery a úvery s vysokým výnosom (spolu s akciami) sa dostali pod značný tlak, čo spôsobilo výrazné rozšírenie príslušných indexov iBoxx, zatiaľ čo index iBoxx Non-Financials zostal pomerne stabilný.

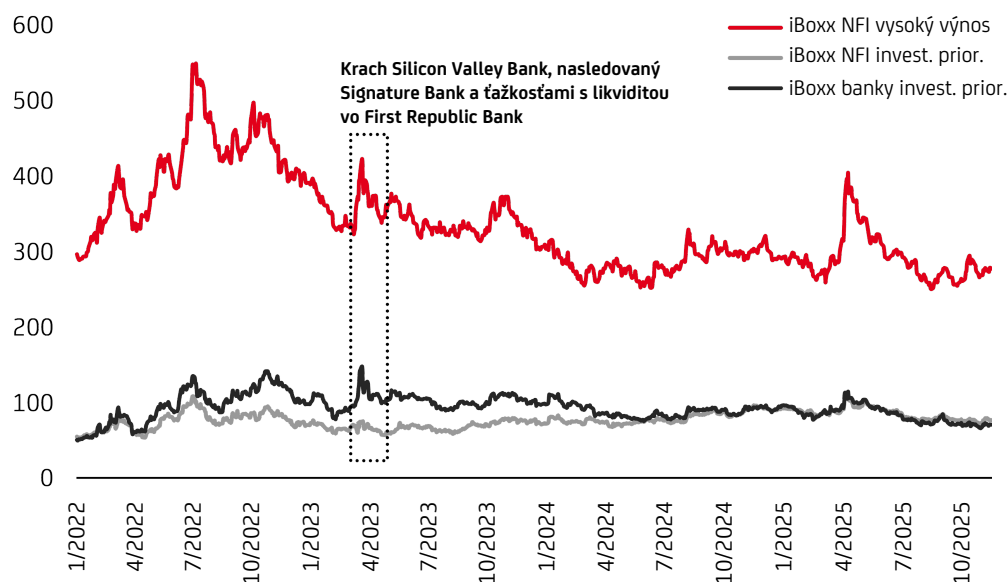
To naznačuje, že trh vtedy započítal **negatívny vplyv na európske finančné spoločnosti**, ale nie na širšie makroekonomické prostredie. Európske banky sa tiež podieľajú na poskytovaní úverov americkým súkromným úverovým subjektom a európske poisťovne a penzijné fondy majú pozície v amerických súkromných úveroch. Finančné inštitúcie sú najzraniteľnejším segmentom úverového trhu. Potenciálne prenosové kanály zahŕňajú pokles likvidity súvisiaci s vyplatením (alebo výzvami na dodatočné vyrovnanie) amerických súkromných úverových fondov, čo ich vedie k likvidácii aktív inde vrátane európskych úverov. Následné precenenie nelikvidných a zadlžených expozícií by sa mohlo preniesť do precenenia európskych alternatívnych úverových fondov, ako aj vyvolať vyššie zlyhania a zhoršenie kolaterálu, čo by spôsobilo straty bánk a sprísnenie úverových podmienok v Európe. To by malo vplyv na slabšie segmenty trhu, ako sú napríklad úvery s vysokým výnosom. To, či centrálné banky zasiahnu, bude závisieť od závažnosti prípadnej krízy a od toho, či sa môže rozšíriť aj do iných oblastí hospodárstva. Ak by takáto situácia prerástla do systémového problému, existuje vysoká pravdepodobnosť, že by hlavné centrálné banky prijali mimoriadne opatrenia (na zvýšenie likvidity).



Náš základný scenár pre rok 2026 predpokladá viac idiosynkratických zlyhaní v USA, ale žiadne systémové napätie.

GRAF 3.6 OTRASY V STREDNE VEĽKÝCH BANKÁCH V USA V ROKU 2023 ZASIAHLI EURÓPSKE FINANČNÉ ÚVERY A ÚVERY S VYSOKÝM VÝNOSOM

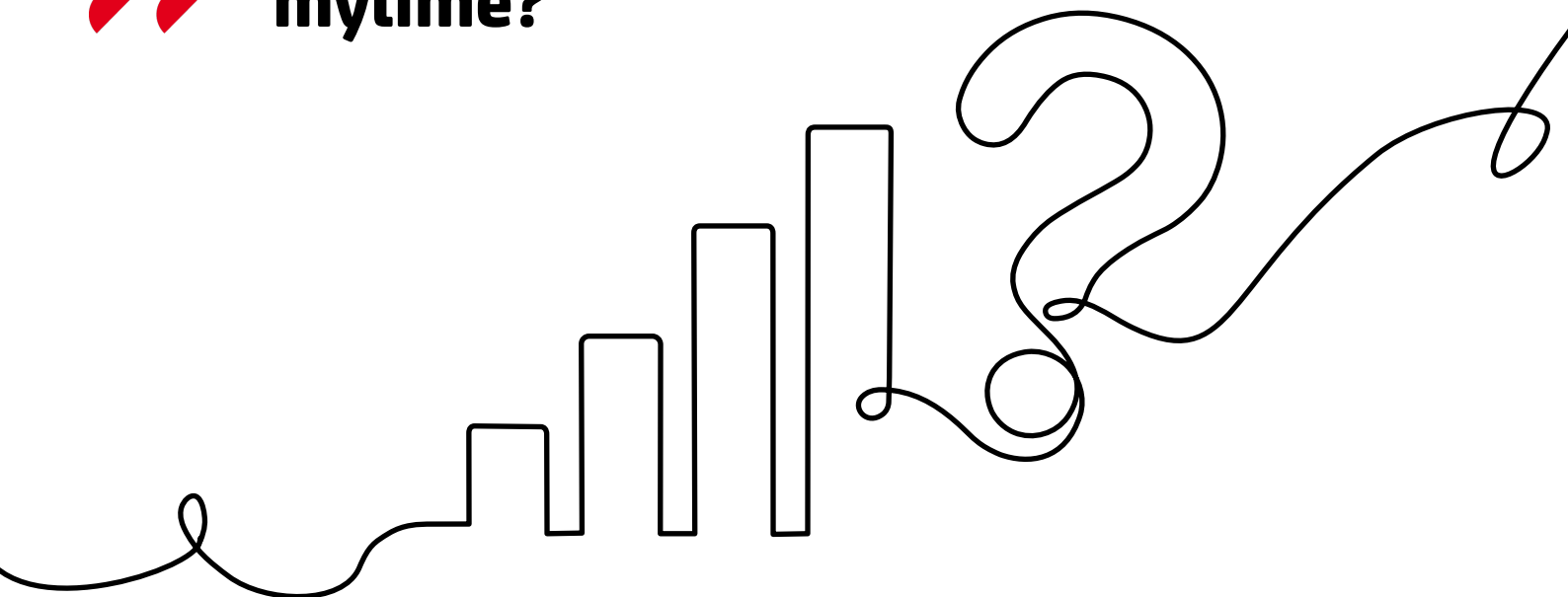
VYBRANÉ ÚVEROVÉ ROZPÄTIA IBOXX PRE PODNIKY (BP)



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



Čo ak sa mýlime?



AUTORI

Edoardo Campanella

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

Roberto Mialich

Giovanni Mazzariello

Christian Stocker

Thomas Strobel

Nad rámec základnej línie

Náš základný scenár pre rok 2026 zostáva konštruktívny, trhy sa však málokedy pohybujú priamočiaro – a história nám pripomína, že body obratu sú často nesprávne ocenené. Čo ak sa náš základný názor ukáže ako nesprávny? Skúmame dva scenáre, ktoré by mohli zmeniť investičné prostredie.

Scenár 1

Dynamika umelej inteligencie slabne

Umelá inteligencia je dominantnou silou na akciových trhoch od konca roka 2022. Náš základný scenár predpokladá, že umelá inteligencia prinesie transformačné zvýšenie produktivity, ale nemožno ignorovať zraniteľné miesta. Nadbytočná kapacita a rastúca zadlženosť, najmä vo vrstve infraštruktúry, by mohli vyvolať korekciu, ak sa ukáže, že monetizácia je pomalšia, ako sa očakávalo. Technologický boom v minulosti naznačuje, že dlhodobé výhody pretrvávajú, ale fáza prispôsobovania by mohla byť nestabilná.

Scenár 2

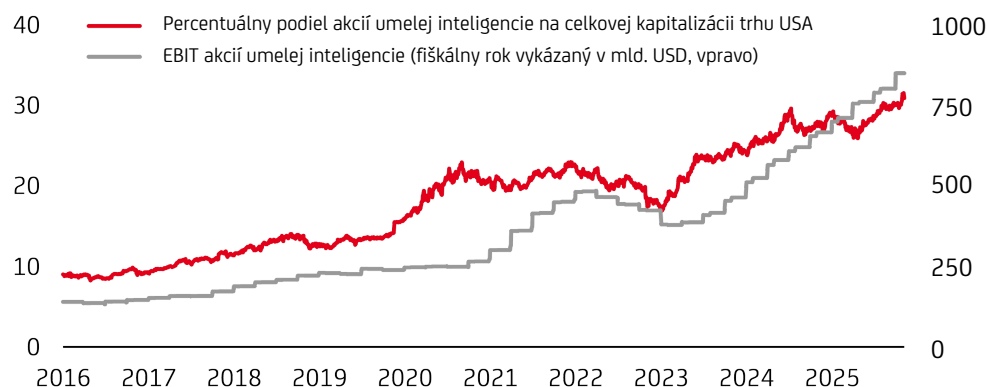
Európa sa dostáva do centra pozornosti

Európa je pre investorov zriedkavo prvou voľbou. To sa môže zmeniť. Fiškálna expanzia, hlbšia integrácia a silnejšie inštitúcie vytvárajú základ pre atraktívnejší vývoj vlastného kapitálu. Rozširujúci sa trh s Bundmi, rastúce investície do obrany a digitálnej infraštruktúry a pevnejšie euro by mohli Európu postaviť do pozície dôveryhodnej alternatívy v čoraz viac multipolárnom svete, v ktorom výnimočnosť USA začína slabnúť.

Prudký nárast investícií do umelej inteligencie: ignorujeme riziká?

Umelá inteligencia je dominantnou silou na akciových trhoch od konca roka 2022. Technologické akcie spojené s umelou inteligenciou predstavujú v tomto období približne tri štvrtiny výnosov indexu S&P 500 a približne tretina trhovej kapitalizácie indexu je v súčasnosti spojená s témami súvisiacimi s umelou inteligenciou. Táto koncentrácia odráža mimoriadnu dôveru investorov, ale vytvára aj štrukturálne slabiny.

GRAF 4.1: PODIEL SPOLOČNOSTÍ SÚVISIACICH S UMELOU INTELEGENCIOU V S&P 500 A ZISK



Zdroj: LSEG Datastream, Worldscope, Investment Institute UniCredit

Hoci náš základný scenár predpokladá, že umelá inteligencia prinesie transformačné zisky a my si zachováame konštruktívny výhľad pre akciové trhy v roku 2026 (pozri tiež [Presvedčenie o trhu](#)), investori musia zhodnotiť, kde sa skrývajú riziká v **troch vrstvách ekosystému umelej inteligencie – infraštruktúra, platformy a aplikácie** – ak dynamika oslabí.

1 Infraštruktúra Kapitálová náročnosť vytvára prevádzkovú nestabilitu

Rozsah investovania kapitálu do umelej inteligencie je zarážajúci. Veľké technologické spoločnosti vynakladajú miliardy dolárov na **technologickú štruktúru** – dátové centrá, pokročilé čipy a výrobu elektrickej energie –, ktorá siaha ďaleko za kremík, do betónu, ocele a prenosových vedení. Čisté kapitálové výdavky veľkých amerických firiem (v nominálnom vyjadrení) už prekročili úroveň z obdobia bubliny dotcom. Tieto investície sú predplatené, ale ich návratnosť zostáva zväčša neoverená. Cykly hardvéru zvyšujú tlak: Grafické karty sa zvyčajne znehodnotia do troch až štyroch rokov, a aj keď sa ich životnosť o niečo predlži, zostane obmedzená v porovnaní s desaťročiami trvajúcou užitočnosťou optickej infraštruktúry nainštalovanej počas rozmachu dotcom. Napriek špekulatívnej povahe tohto obdobia sa vďaka jeho kapitálovým investíciám nakoniec vytvorili trvalé aktíva, ktoré sú základom dnešného globálneho internetu.

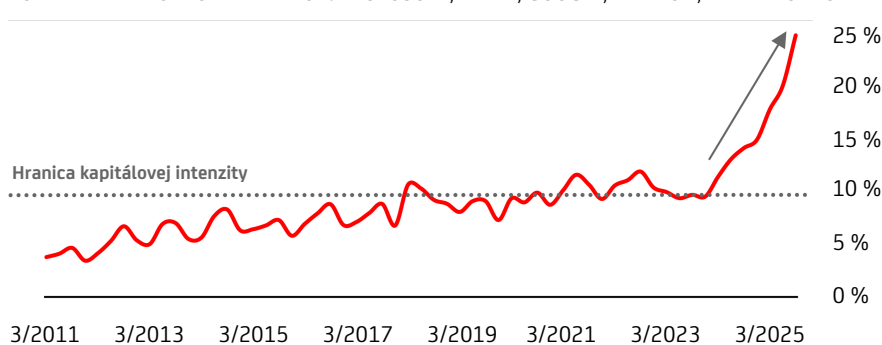
Financovanie zvyšuje riziko. Dnešné budovanie je financované silnými peňažnými tokmi technologických gigantov, ktorých finančná sila im umožňuje slúžiť ako výkonný motor cyklu umelej inteligencie. Keďže však investičné potreby pretrvávajú, veľkoodberatelia sa čoraz viac snažia znížiť priamu kapitálovú náročnosť outsourcingom výpočtovej techniky menším poskytovateľom „neocloudu“. Tieto podniky nemajú porovnateľnú finančnú silu a pri financovaní rozširovania kapacít sú často vo veľkej miere závislé od vlastného kapitálu aj dlhu. A **pákový efekt** je pripravený zohrávať väčšiu úlohu v celom ekosystéme umelej inteligencie, nielen medzi menšími hráčmi. Nedávna emisía dlhopisov spoločnosti Meta v hodnote 30 miliárd USD je prvým významným krokom veľkých technologických firiem v oblasti financovania infraštruktúry umelej inteligencie prostredníctvom dlhu, čo prináša novú dynamiku, ktorá zvyšuje systémové riziko.



Okrem toho krehkosť nespočíva len v technológii, ale aj v **spätnej väzbe medzi očakávaniami trhu a investičným správaním**. Štvrtročné aktualizácie kapitálových výdavkov slúžia ako „barometre dynamiky“. Pokiaľ výdavky prekvapujú smerom nahor, dôvera zostáva vysoká, čo posilňuje vnímanie silného cyklu a tlačí firmy k stále extrémnejším kapitálovo náročným stratégiám. Akýkoľvek výpadok výdavkov na infraštruktúru súvisiacu s umelou inteligenciou by však mohol vyvolať prudké reakcie.

GRAF 4.2: TECHNOLÓGIA JE OPÄŤ KAPITÁLOVO NÁROČNÁ

POMER KAPITÁLOVÝCH VÝDAVKOV: MICROSOFT, APPLE, GOOGLE, AMAZON, META A ORACLE



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

2 Platformy

Výzva monetizácie

Platformy umelej inteligencie prinášajú vlastné neistoty. Veľké jazykové modely (LLM) upútali pozornosť celého sveta. Menia spôsob, akým ľudia komunikujú s technológiami, a spustili silný investičný cyklus. Ekonomický model, ktorý nakoniec túto transformáciu udrží, ako aj jeho speňaženie však zostávajú neisté. Napriek rozšíreniu je schopnosť premeniť angažovanosť na udržateľné príjmy a zisky stále nepreukázaná. Odhady odvetvia naznačujú, že trhový podiel OpenAI, hlavného hnacieho motora dopytu po výpočtoch, klesol z takmer úplnej dominancie pri uvedení na trh na približne 74 % v spotrebiteľskej prevádzke, zatiaľ čo jeho podiel API pre podniky klesol na približne 25 %, čo odráža obmedzené prijatie zo strany podnikov. Z týchto údajov vyplýva, že väčšinu používateľov tvoria maloobchodní používatelia, ktorí sa často spoliehajú na bezplatné modely. Návštevnosť sa teda nemusí nevyhnutne prejavovať v zisku.

Konkurenčné platformy – od modelov s otvoreným zdrojovým kódom až po integrované funkcie umelej inteligencie v rámci existujúcich softvérových ekosystémov – medzitým znižujú diferenciáciu a urýchľujú komoditizáciu. Stratégie príjmov, či už prostredníctvom integrácie obchodu, reklamy alebo prémiových úrovní, zostávajú do veľkej miery nedefinované. Súčasne sa marginálne náklady na inferenciu (t. j. náklady na vytvorenie každej odpovede chatbotom, ktoré sa líšia od nákladov na tréning umelej inteligencie na poskytnutie tejto odpovede) naďalej znižujú so zlepšovaním hardvéru a efektívnosti modelu, čo je pozitívne pre prijatie, ale potenciálne to časom znižuje cenovú silu.

3 Aplikácie

Od prísľubu k dôkazu

So zintenzívnením konkurencie a zmenšením diferenciácie modelov sa tvorba hodnoty pravdepodobne presunie na **aplikačnú vrstvu**. Tento vývoj je však ešte len v počiatočnom štádiu. Výzva spočíva v prechode od experimentovania k nevyhnutným aplikáciám a v preukázaní, že umelá inteligencia môže generovať trvalé zdroje príjmov nad rámec prírastku efektívnosti. Vrchná vrstva ekosystému umelej inteligencie závisí od identifikácie „kľúčového prípadu použitia“, ktorý môže viesť k masovému prijatiu a odôvodniť masívne investície do infraštruktúry pod ňou. Komerčné využitie je zatiaľ obmedzené, väčšina aplikácií sa zameriava na nástroje produktivity, asistentov kódovania a kopilotov – zlepšujú pracovné postupy, ale zatiaľ neprinášajú rozsiahle speňaženie ani transformačný hospodársky vplyv.

Ak sa diferenciácia medzi jednotlivými modelmi vytratí a aplikácie sa nepodarí významne rozšíriť, investičný impulz, ktorý poháňa dnešný investičný boom, by mohol stratiť na sile. V tomto zmysle bude ďalšia fáza príbehu umelej inteligencie menej závisieť od rozširovania výpočtovej kapacity a viac od preukázania hmatateľnej ekonomickej hodnoty na aplikačnej úrovni.

Ako môže umelá inteligencia zvýšiť napätie na trhu

Príbeh sa nekončí kapitálovými výdavkami a výzvami na speňaženie a masové prijatie. Umelá inteligencia sa čoraz viac začleňuje do štruktúry trhu. Algoritmické obchodovanie by mohlo posilniť stádovité správanie, pričom modely by reagovali podobne na signály a urýchlili by volatilitu. Na trhu koncentrovanom do niekoľkých akcií poháňaných umelou inteligenciou krížové investície a dohody o exkluzívnych dodávkach zvyšujú koreláciu, čím sa zmeny nálad stávajú vplyvnejšími. Kým **korekcia ocenenia akcií s vysokým podielom umelej inteligencie je kľúčovým rizikom**, systémové napätie by sa stalo problémom len v prípade, ak by sa zintenzívnila expanzia financovaná dlhom, keďže pákový efekt by mohol spomalenie premeniť na hlbšie narušenie trhu. V tejto súvislosti je naďalej dôležité sledovať tri ukazovatele – rozmiestnenie kapitálu, realizáciu príjmov a postavenie investorov, pretože slúžia ako včasné signály zdravia podniku, ako aj jeho potenciálnej zraniteľnosti.

Výdavky na umelú inteligenciu vytvárajú podmienky pre trvalú transformáciu

História ponúka perspektívu. V ére dotcom došlo k masívnym investíciám do optických sietí, po ktorých nasledoval bolestivý prebytok kapacít, ale v konečnom dôsledku sa znížili náklady na širokopásmové pripojenie a podporil sa elektronický obchod. Podobný model sa môže objaviť aj v oblasti umelej inteligencie: dnešné vysoké výdavky by mohli znížiť náklady na inferenciu, ktoré sú v súčasnosti vysoké v dôsledku požiadaviek na grafické karty a výpočty, a uvoľniť tak dopyt v dlhodobom horizonte. Aj keby došlo ku krátkodobej korekcii, lacnejšia inferencia by urýchlila prijatie a uvoľnila nové možnosti použitia. Toto porovnanie má však svoje hranice. Na rozdiel od prevažne špekulatívneho dopytu v rokoch dotcom, dnešné budovanie umelej inteligencie odráža skutočnú a rýchlo rastúcu potrebu výpočtovej techniky.

Skutočnou výzvou nie je absencia dopytu, ale to, či sa **monetizácia a zvýšenie produktivity** môžu rozšíriť dostatočne rýchlo na to, aby ospravedlnili tempo a rozsah investícií. Britský železničný boom v 40. rokoch 19. storočia ponúka ďalšiu, aj keď určite slabšiu paralelu. Parlament schválil plány na výstavbu 15 000 km nových tratí. Tretina týchto trás sa nikdy nezrealizovala a investori na to doplatili, keď bublina spľasla. Mnohé z vtedy vybudovaných tratí však stále tvoria základ železničnej siete Spojeného kráľovstva – pripomienka toho, že obdobia nadmerných investícií môžu zanechať trvalú (a možno aj pozitívnu) stopu.

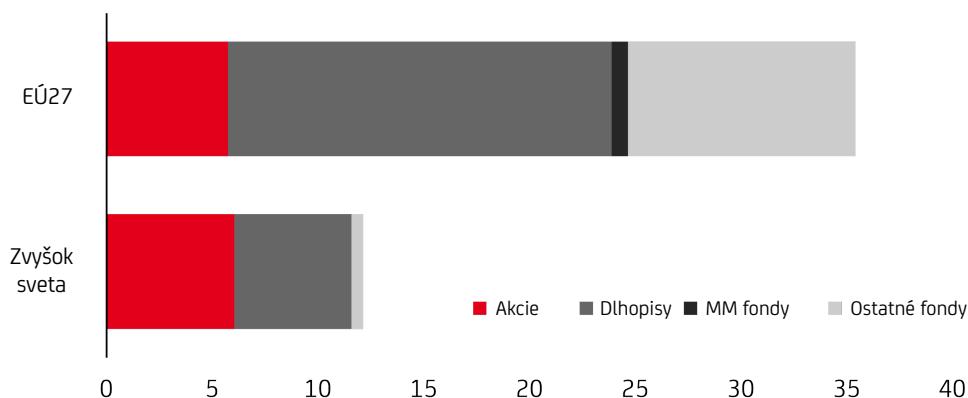
Ako ukazuje história, trhy majú často problém presne oceniť technológie, ktoré sľubujú exponenciálne zisky, ale vyžadujú si značné počiatočné investície. Riziká sa sústreďujú v infraštruktúrnej vrstve, kde hlavnú zraniteľnosť predstavuje potenciálna nadmerná kapacita a prípadne nadmerné zadĺženie v priebehu času. Hoci fáza prispôbovania môže byť volatilná, v minulosti sa ukázalo, že investičný boom podporil základnú technológiu, a to aj v prípadoch, keď došlo k počiatočnému preinvestovaniu.

Preto náš základný prípad zostáva konštruktívny: Umelá inteligencia je pripravená zmeniť obchodné modely a odblokovať rast založený na inováciách. Zdá sa, že súčasné ocenenie zohľadňuje očakávania trvalého rastu produktivity, zatiaľ čo rozsiahle investície do infraštruktúry by mohli časom priniesť trvalé výnosy. Transformačné technológie v minulosti priniesli **hlboký dlhodobý vplyv** a očakávame, že AI bude nasledovať podobnú trajektóriu. V najbližšom období očakávame, že dynamika akciového trhu bude pokračovať, aj keď pravdepodobne s miernejším nadšením, väčším povedomím o riziku a postupným rozširovaním mimo dnešných koncentrovaných lídrov.

Mohla by Európa nahradiť USA ako referenčný trh?

Z historického hľadiska bola Európa zriedka vnímaná ako ideálne miesto na investovanie. Nielenže mimoeurópski investori dávajú prednosť USA a rozvíjajúcim sa trhom, ale aj európski investori sa zamerali na iné krajiny a hľadajú atraktívnejšie výnosy. Platí to najmä pre akciové trhy, kde dlhodobé uprednostňovanie aktív v USA a EM vyplýva z vnímania vyššieho rastového potenciálu, lepších výnosov, väčšej ochoty inovovať a menšej politickej roztrieštenosti a regulácie.

GRAF 4.3: AKO EURÓPANIA INVESTUJÚ SVOJE BOHATSTVO
EUR TN



Zatiaľ čo európski investori uprednostňujú nákup **aktív s pevným výnosom** a **fondov** emitovaných a distribuovaných v EÚ, ich **akciové** portfóliá sú rovnomerne rozdelené medzi EÚ27 a zvyšok sveta (najmä USA). Údaje TIC USA potvrdzujú, že európski investori od roku 2023 obnovili nákupy amerických akcií.

Zdroj: ECB, Investment Institute UniCredit

Zatiaľ čo niektorí tvrdia, že výnimočnosť USA je pevne daná, iní sa domnievajú, že politické a hospodárske opatrenia zavedené Trumpovou administratívou by mohli viesť k **oslabeniu inštitúcií USA** a strate geopolitickej prevahy krajiny. Je nepravdepodobné, že USA úplne stratia svoje postavenie, ale zdá sa, že smerujeme k svetu, v ktorom nebude len jeden, ale niekoľko referenčných trhov.

Kľúčová otázka teda znie:

Ako sa môže Európa stať referenčným trhom, ktorý by prípadne nahradil USA v tejto úlohe?

V niektorých prípadoch ide len o zmenu vnímania kontinentu. V iných prípadoch ide skôr o čo najproduktívnejšie presmerovanie zdrojov. Niektoré z nich sú rýchle a iné si vyžadujú viac času.

Vidíme päť vzájomne prepojených oblastí, v ktorých je pokrok hmatateľný a ktoré môžu Európe pomôcť zmeniť značku v celom horizonte našej prognózy:

1. Účinné **priemyselné politiky**
2. Vývoj **likvidného bezpečného aktíva**
3. Dokončenie **jednotného trhu**
4. Zavedenie **digitálneho eura**
5. Zavádzanie **pokročilých technológií** vo veľkom meradle

Samozrejme, vyžaduje si to politické úsilie, ktoré presahuje rámec čiastkového prístupu, ktorý očakávame v budúcom roku (pozri naše Top príbehy „[Prebudenie Európy v roku 2026 do reality](#)“, str. 22)



1 Priemyselné politiky

Účinné priemyselné politiky môžu zvýšiť výnosy z vlastného kapitálu

Európa od vypuknutia pandémie zaostáva v hospodárskom raste za USA, pričom tento rozdiel čiastočne spôsobili nedostatočné priemyselné politiky. Spustenie programu Next Generation EU (NGEU) po pandémii a marcové **oznámenie „fiškálnej bazuky“** v Nemecku predstavujú dve zmeny. Prvý z nich otvoril dvere k spoločnému financovaniu a druhý prispel k zmene vnímania fiškálnej politiky v Európe. Nedávno európske krajiny vyjadrili svoj zámer zvýšiť investície do obrany, infraštruktúry a odvetví založených na inováciách, čo by malo podporiť hospodársky rast, zvýšiť investičnú príťažlivosť firiem EÚ a chrániť národné záujmy v kľúčových oblastiach.

Napríklad dohoda o čistom priemysle zahŕňa opatrenia na reindustrializáciu Európy prostredníctvom podpory výroby čistých technológií a zníženia vstupných nákladov pre priemysel. V rámci toho Európska komisia predstavila akčný plán pre cenovo dostupnú energiu, ktorý zahŕňa konkrétne opatrenia na zníženie cien energie. Existujú aj ďalšie iniciatívy, ako napríklad zákon o kritických surovinách a zákon o čipoch, ktorých cieľom je zabezpečiť kritické dodávky pre európske hospodárstvo. Kroky, ktoré sa v poslednom čase prijali, sú zásadné a riešia hlavné nedostatky, s ktorými Európa dlhodobo zápasi. Do roku 2026 by táto snaha mohla začať prinášať ovocie, čo by zvýšilo finančnú príťažlivosť kontinentu pre investorov.

2 Likvidné bezpečné aktívum

Bundy by sa mohli stať novým globálnym bezpečným aktívom

„Bundy“ Nemecké štátne dlhopisy sa stali lepšou a atraktívnejšou alternatívou k dlhopisom UST, než boli v minulosti, a predpokladáme, že tento trend bude pokračovať aj v budúcom roku. **1.** So začiatkom druhého Trumpovho mandátu sa investori stali opatrnejšími, pokiaľ ide o stabilitu a politizáciu amerických inštitúcií, najmä FED-u. Naopak, štruktúra riadenia ECB ju robí menej náchylnou na politické zásahy. **2.** Spustenie fiškálnej bazuky by malo štruktúrne zvýšiť ponuku Bundov, čím sa prehĺbia trhy s nemeckými štátnymi dlhopismi. **3.** Eurozóna už nezaznamenáva vytrvalo slabú infláciu, čo obmedzuje priestor pre ECB na opätovné zavedenie kvalitatívneho uvoľňovania (QE) alebo iných mimoriadnych opatrení, ktoré v minulosti spôsobili, že Bundov bolo málo. Rýchly rast trhu s dlhopismi EÚ nepredstavuje reálnu hrozbu pre Bundy, aspoň v najbližšom období, keďže tie budú pravdepodobne aj naďalej menej likvidné. Naopak, zintenzívnenie spoločného financovania a posilnenie európskych inštitúcií predstavujú pre investorov ďalší stimul na nákup aktív eurozóny. Z dlhodobejšieho hľadiska, ak by sa krajiny eurozóny začali viac spoliehať na spoločné financovanie ako na národné financie, dlhopisy EÚ by mohli nahradiť dlhopisy Bundov ako bezpečné aktíva pre eurozónu.

3 Jednotný trh Úplný jednotný trh by mohol odomknúť potenciál Európy

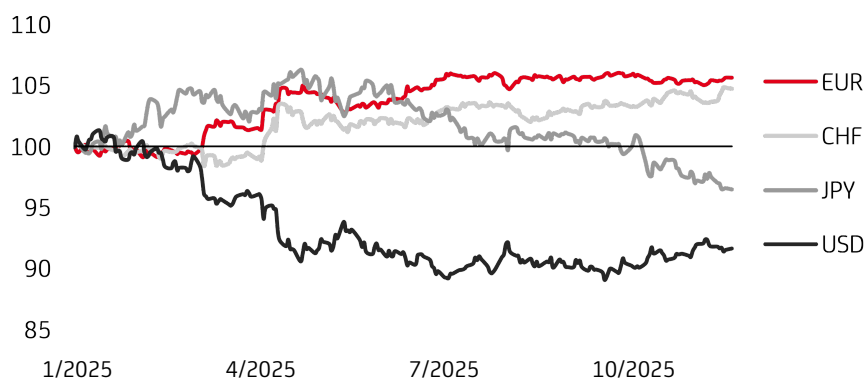
Ďalšou dôležitou politickou iniciatívou je možné dobudovanie jednotného trhu EÚ do roku 2028, keďže sa tým zjednodušujú pravidlá a znižuje roztrieštenosť. V praxi tieto opatrenia zahŕňajú odstránenie prekážok na vytvorenie jednotného trhu služieb, spoločného trhu s energiou a harmonizovaných telekomunikačných/digitálnych sietí, ktoré umožnia pôsobenie operátorov v celej EÚ. Európska komisia chce už začiatkom roka 2026 predložiť legislatívne návrhy na tzv. „28. režim“, harmonizovaný súbor pravidiel EÚ, ktorý má podnikom uľahčiť pôsobenie v členských štátoch. Spoločnosti by potom už mohli dobrovoľne pôsobiť v 28. režime alebo pokračovať v činnosti podľa svojich vnútroštátnych právnych predpisov až do roku 2028.

Dobudovanie **jednotného trhu do roku 2028** (alebo aspoň odstránenie hlavných nedostatkov) by významne zlepšilo využívanie kapitálu na kontinente, posilnilo návratnosť investorov a zvýšilo hospodárske príležitosti pre podniky. Okrem toho by sa tým podporila cirkulácia myšlienok a technológií na celom kontinente. Európske spoločnosti sú v priemere menšie ako ich americkí konkurenti, čo vyplýva z opatrných úverových postupov a neefektívneho prideľovania zdrojov. Menší rozsah odrádza od investícií a výdavkov na výskum a vývoj a zaťažuje rastový potenciál, takže európske podniky s malou a strednou kapitalizáciou sú výrazne lacnejšie ako podniky s veľkou kapitalizáciou aj ako ich historické priemery. Európska komisia odhaduje, že jednotný trh už zvýšil HDP EÚ o 3 – 4 %. Úplné dokončenie by mohlo v priebehu času približne zdvojnásobiť zisky.

4 Digitálne euro EUR bude pravdepodobne profitovať z ďalšej dedolarizácie

Vzhľadom na nespokojnosť investorov so zelenou bankovkou sa euro stalo jasným víťazom a prekonalo ostatné bezpečné meny. Ďalšia **dedolarizácia** by mohla pomôcť spoločnej mene znížiť súčasný rozdiel voči USD. Fakturácia a platobné systémy sú dve oblasti, v ktorých by euro malo v nasledujúcich rokoch nadobudnúť väčší význam. Eurozóna v **zavádzaní digitálnej meny** stále zaostáva za ostatnými jurisdikciami, najmä kvôli zložitosti súvisiacich právnych predpisov, pričom transakcie s použitím digitálneho eura sa neočakávajú skôr ako v roku 2029. Pomalé zavádzanie digitálneho eura tak obmedzuje krátkodobý pokrok, ale zdôrazňuje potrebu doplnkových opatrení, ako sú obchodné dohody a hlbšia integrácia kapitálových trhov. Urýchlenie postupného zavádzania digitálneho eura by zvýšilo šance na získanie väčšieho vplyvu na úkor USD.

GRAF 4.4: EURO PREKONALO OSTATNÉ BEZPEČNÉ MENY
INDEXY VÁŽENÉ OBCHODOM (1. JANUÁR 2025 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

5 Pokročilé technológie Preklenutie technologickej priepasti

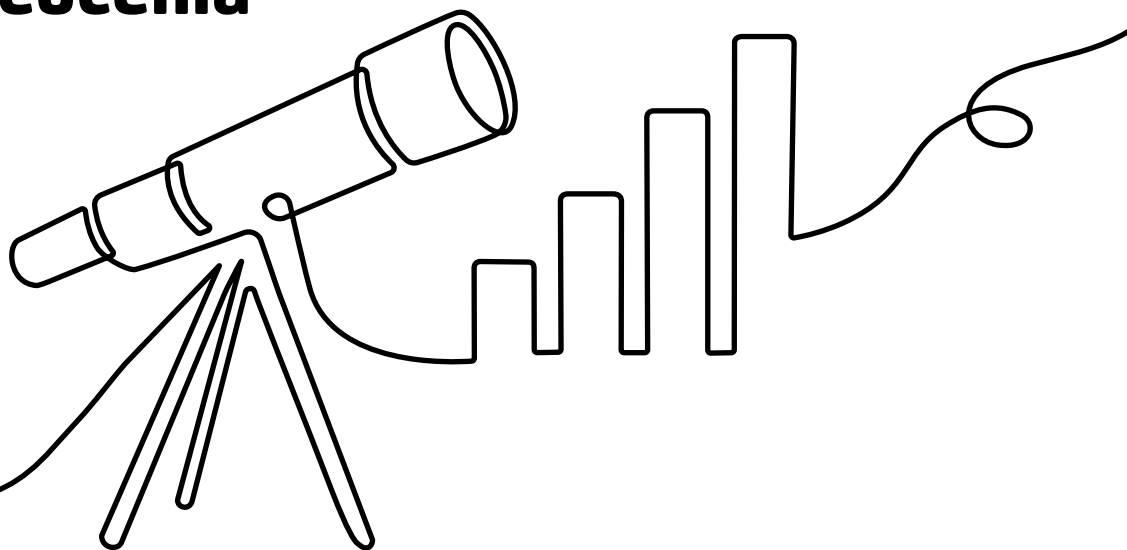
Zdá sa, že preteky v umelej inteligencii sú výsadou Číny a USA. Dobré známe štrukturálne nedostatky zatažujú schopnosť Európy dobehnúť a uvoľniť svojich vlastných gigantov v oblasti umelej inteligencie. Hoci Európa nemusí byť v blízkej budúcnosti priekopníkom v oblasti inovácií, môže v dlhodobom horizonte vyhrať preteky tým, že podporí široké **rozšírenie technológií umelej inteligencie** vo svojom hospodárstve. Podpora rozsiahleho zavádzania digitálnych technológií si vyžaduje realizáciu politík, ktoré sa podstatne líšia od zavedenia novej generácie modelov umelej inteligencie. Európske vlády by mali namiesto smerovania finančnej podpory na hraničné výskumné a vývojové činnosti do elitných laboratórií alebo na univerzity rozšíriť kvalifikačnú základňu v oblasti umelej inteligencie so zameraním na špecifické priemyselné zručnosti namiesto všeobecných zručností a zároveň rozvíjať vhodnú digitálnu infraštruktúru, prispôbiť právne a etické rámce na riadenie a podporu pokroku v oblasti umelej inteligencie a budovať profesionálne mosty medzi inžiniermi a vedcami v oblasti umelej inteligencie. Z piatich analyzovaných oblastí sa technologická priepasť zdá byť nepochybne najnáročnejšou na prekonanie.

Rastúca úloha Európy pri alokácii aktív

Európa sa môže usilovať nahradiť USA ako referenčný trh. To si vyžaduje politické úsilie, ktoré prekračuje rámec konkurenčných národných záujmov a smeruje k prijatiu skutočne európskeho prístupu. Koniec koncov, významný pokrok v kľúčových oblastiach je na dosah. Je potrebné pokryť poslednú míľu a prijať komplexnú perspektívu, ktorá sa bude zaoberať priemyselným aj finančným rozmerom problému. Pre akciových investorov by hlbšia integrácia a výdavky na infraštruktúru mohli podporiť sektory, ako sú priemyselné podniky, čisté technológie a obrana, čím by sa posilnila úloha Európy ako **strategickej kotvy v globálnej alokácii aktív**. Nespokojnosť investorov so štátnymi dlhopismi by mohla zvýšiť záujem o Bundy a dlhopisy EÚ mimo eurozóny. V oblasti devízových kurzov podporuje rastúca príťažlivosť aktív denominovaných v eurách, ktorú podporuje trend dedolarizácie a prílev kapitálu, selektívnu expozíciu voči euru, čím sa stratégie zabezpečené voči euru stávajú atraktívnymi pre globálne portfóliá.



Investičné presvedčenia



AUTORI

Alessandro Caviglia
(Taliansko CIO)

Philip Gisdakis
(Nemecko CIO)

Fabio Petti
(zástupca vedúceho
Investment Institute)

Oliver Prinz
(Rakúsko CIO)

Využívanie príležitostí pri zachovaní rovnováhy

Vzhľadom na to, že makroekonomické podmienky signalizujú stabilizáciu, alokácia aktív by mala odrážať odolnosť aj selektívnosť. Vidíme priestor na úpravy tam, kde sú v súlade fundamentálne ukazovatele a ocenenie.

Najvýraznejšia zmena sa týka **akcií rozvíjajúcich sa trhov (EM)**: zvýšili sme náš postoj z neutrálneho na nadvážený, keďže sa snažíme zvýšiť diverzifikáciu v technologickom sektore a pridať expozíciu voči ázijským menám, pričom si zachovávame neutrálny pohľad na globálne akcie. Atraktívne ocenenie, relatívne silné vyhliadky rastu a ziskov, ako aj priaznivé trendy v oblasti likvidity by mohli investorom ponúknuť výhodný vstupný bod. Tento názor posilňujú štrukturálne stimuly v Ázii a vybraných regiónoch EM.

V oblasti **fixného príjmu** si zachovávame neutrálnu pozíciu v prípade globálnych dlhopisov, ale ponechávame si odporúčanie prevážiť dlhové nástroje EM. Napriek pretrvávajúcej volatilitě dlhopisy EM naďalej ponúkajú atraktívne výhody v oblasti obchodov carry a diverzifikácie, ktoré podporujú relatívne zdravé základy a zmierňujúca sa inflácia vo viacerých ekonomikách. Potvrdzujeme náš opatrný postoj k dlhopisom UST a EGB, keďže rozvinuté trhy s pevným výnosom predstavujú nepriaznivú rovnováhu rizika a výnosu na dlhom konci krivky v dôsledku fiškálnej expanzie.

Celkovo neobhajujeme plošné zmeny portfólia. Namiesto toho sa prikláňame k oblastiam, ktoré kombinujú potenciál krátkodobého oživenia s dlhodobými faktormi rastu – akcie EM a dlh EM – a zároveň zachovávame disciplínu diverzifikácie v rámci ostatných tried aktív. Dôležité je, že v našom umiestnení sa naďalej odráža **orientácia na kvalitu**: uprednostňujeme spoločnosti a emitentov so stabilnými súvahami, odolnými peňažnými tokmi a silnými štandardmi riadenia. Tento prístup zabezpečuje obozretné riadenie rizík v čase, keď politické prekvapenia alebo geoeconomické napätie môžu ešte stále zneistiť trhy. Na základe uvedených skutočností si zachovávame opatrný postoj k USD voči EUR.

Alokácia aktív

NÁŠ INVESTIČNÝ POHĽAD NA TRIEDY AKTÍV

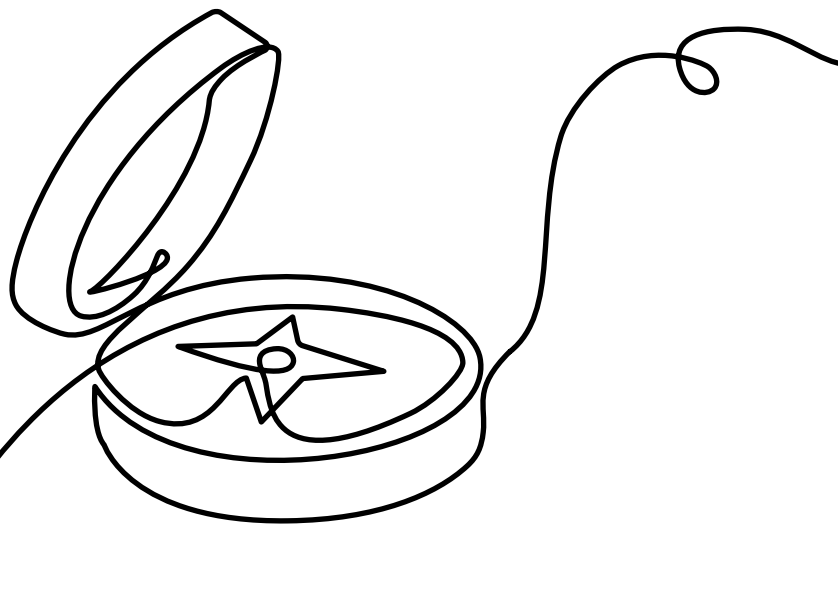
	NÍZKA VÁHA	NEUTRÁLNA	VYSOKÁ VÁHA
GLOBÁLNE AKCIE		●	
AMERICKÉ AKCIE		●	
EURÓPSKE AKCIE		●	
AKCIE TICHOMORIA (ROZVINUTÉ TRHY ¹)		●	
AKCIE ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV			●
GLOBÁLNE DLHOPISY		●	
ŠTÁTNE DLHOPISY (EMÚ)	●		
ŠTÁTNE DLHOPISY (MIMO EMÚ)	●		
PODNIKOVÉ DLHOPISY (INVESTIČNÝ STUPEŇ V EUR)		●	
PODNIKOVÉ 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





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

Zdroj: Investment Institute UniCredit

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

ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

	Aktuálne	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Fed	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
ECB	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
BOE	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
BoJ	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
Riksbank	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00
Norges Bank	4,00	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75

Zdroj: Investment Institute UniCredit

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	25. 11. 25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Eurozóna					
Depozitná sadzba	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,07	2,00	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,02	2,10	2,10	2,10	2,10
10-ročný nemecký dlhopis	2,67	2,75	2,80	2,85	2,90
2Y EUR swap	2,16	2,25	2,25	2,25	2,25
10-ročný EUR swap	2,73	2,80	2,85	2,90	2,95
10-ročné rozpätie swap – Bund	5	5	5	5	5
2Y BTP	2,19	2,30	2,30	2,30	2,30
10Y BTP	3,40	3,45	3,50	3,55	3,60
10-ročné rozpätie BTP – Bund	73	70	70	70	70
USA					
Sadzba Fed	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
3M OIS SOFR	3,80	3,68	3,60	3,42	3,35
2Y UST	3,46	3,70	3,70	3,65	3,65
10Y UST	4,00	4,25	4,25	4,25	4,30
10-ročné rozpätie UST – Bund	132	150	145	140	140

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ TRHY

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

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	25. 11. 25	Polovica roka 2026	Koniec roka 2025
Ropa			
Brent USD/barel	62,5	62,5	62,5
Akcie			
Euro STOXX 50	5 574	5 900	6 200
STOXX Europe 600	568	600	630
DAX	23 465	25 500	27 000
MSCI Taliansko	112	118	123
S&P 500	6 766	7 200	7 600
Nasdaq 100	25 018	27 000	28 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	77	95	90
iBoxx Banks Senior	75	95	87
iBoxx High Yield NFI	281	325	300

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

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

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



Vývoj vybraných indexov finančného trhu

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

INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI Svet (v USD)	26,0	– 13,8	13,9	27,8	16,7	84,7	18,8
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	5,5	– 22,4	6,9	14,6	27,4	27,5	29,1
MSCI USA (v USD)	30,8	– 14,8	15,4	33,9	14,1	96,7	16,3
MSCI Európa (v EUR)	26,1	– 4,4	8,1	14,0	15,1	70,9	15,3
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	5,3	– 19,3	7,3	16,7	22,8	31,0	24,0
STOXX Europe 600 (v EUR)	26,2	– 5,6	7,8	14,3	15,4	69,3	15,5
DAX 40 (Nemecko v EUR)	19,8	– 8,7	10,3	21,1	20,9	76,5	17,9
MSCI Taliansko (v EUR)	24,0	– 3,4	25,4	21,1	35,1	147,5	32,2
ATX (Rakúsko, v EUR)	50,8	– 10,0	5,0	14,5	46,2	138,8	41,4
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	22,1	– 7,7	0,6	10,8	12,9	41,6	13,6
S&P 500 (USA, v USD)	31,4	– 13,0	15,1	33,2	14,5	100,4	16,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	14,0	– 2,0	21,0	17,4	27,9	104,9	24,2
CSI 300 (Čína, v juanoch)	1,5	– 21,2	– 3,4	12,1	19,9	2,0	17,1

INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

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

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

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	75	208	79	– 23	– 28	311	– 58
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	33	222	77	– 41	43	320	27
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	35	227	88	– 54	33	316	22
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	33	321	47	– 102	10	298	3

VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)

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

KOMODITY (ZMENA V %)

Komoditný index (GSCI, v USD)	– 2,1	– 2,0	14,2	29,8	56,4	121,3	55,8
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	32,8	– 12,5	– 5,9	11,0	10,1	34,3	14,0
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	– 1,3	– 2,2	13,8	31,7	57,0	128,8	57,4
Ropa (Brent, v USD za barel)	69,1	2,1	– 5,8	– 8,9	– 14,4	30,6	– 16,3

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 25. novembru 2025)

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 dĺžba 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'Onofriová, predsedníčka

Fabio Petti, podpredseda

Edoardo Campanella,
riaditeľ a šéfredaktor

GENERÁTORI NÁPADOV

Tullia Buccová

Alessandro Caviglia,
CIO, Taliansko

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyánová

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Nemecko

Tobias Keller

Stefan Kolek

Giovanni Mazzariello

Roberto Mialich

Oliver Prinz,
CIO, Rakúsko

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestreová

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
vedúci oddelenia
makroekonomických analýz

Daniel Richard Vernazza

VEDÚCI REDAKTORI KOMPAS 2026

Tullia Buccová

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

Andreas Rees

Chiara Silvestreová

VÝROBA

Ingo Heimig

Edda Neeová

Axel Schwer

Sandra Schleiterová

Matthew Stevenson

Till Welzel

DIZAJN

Isla Morganová

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvezová

Maik Dornheim

Ivana Milojevičová

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 náhlým 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, 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 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 25. novembru 2025.