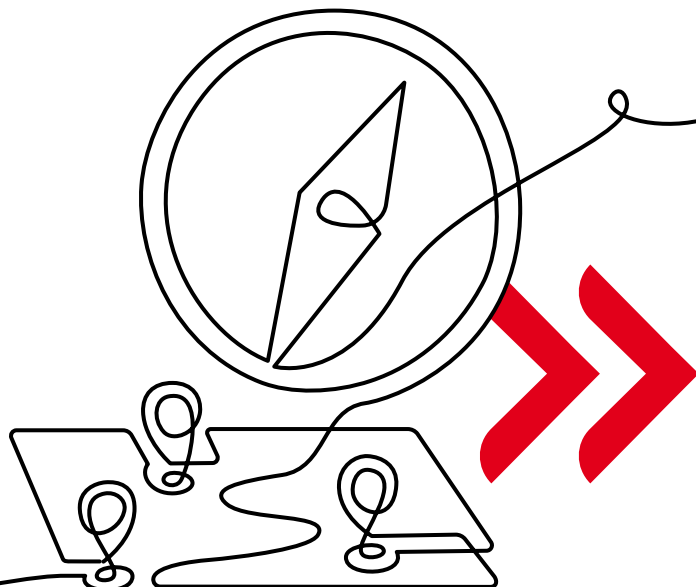


Kompas – prehľad

31. októbra 2025



Rozmach umelej inteligencie

Nositeľ Nobelovej ceny Robert Solow v roku 1987 vtipne poznamenal: „Počítačový vek je vidieť všade, len nie v štatistikách produktivity.“ Firmy potrebujú čas na to, aby prispôbili svoje procesy a plne využili výhody novej univerzálnej technológie. Aj keď sa umelá inteligencia stáva dôveryhodným poradcom v bežnom živote, ešte je príliš skoro na to, aby sme videli jej vplyv na štatistiky produktivity.

Obrovské investície do dátových centier, ktoré sú potrebné na podporu tejto technológie, sa však už prejavujú v číslach rastu HDP. Veľké americké technologické spoločnosti tento rok vyčlenili na výstavbu dátových centier približne 400 miliárd USD. Bez nich by hospodárstvo USA v posledných štvrťrokoch takmer nerástlo. Podľa našich vlastných odhadov sa investície do umelej inteligencie v 1. polroku 2025 podieľali na raste HDP USA takmer 70 %.

Určite nejde o ďalšiu bublinu „dot-com“. Vtedy mnohé spoločnosti tvorili startupy s peknými podnikateľskými nápadmi, ale bez produktov, ktoré by mohli predávať. Dnešná skupina Mag 7 pozostáva z vyspelých podnikov s dostatkom hotovosti, ktoré generujú zisk. Zároveň je ocenenie technologických spoločností vysoké, ale nie prehnané. Na vrchole bubliny „dot-com“ v marci 2000 bol 12-mesačný forwardový P/E indexu Nasdaq 100 vyšší ako 60-násobok, zatiaľ čo dnes sa obchoduje na úrovni približne 27-násobku.

Opatrnosť je však namieste, pretože mnohé sa môže pokaziť. Kruhové obchody medzi tvorcami modelov AI, poskytovateľmi výpočtovej techniky a výrobcami čipov zdvíhajú ceny technologických akcií a zvyšujú systémové riziko AI. Americké spoločnosti sa zároveň predhávajú v dosiahnutí všeobecnej umelej inteligencie (AGI), teda takej podoby AI, ktorá bude mať kognitívne schopnosti na úrovni človeka – ale bez akejkoľvek záruky úspechu.

A existuje konkrétne riziko vykročenia po nesprávnej ceste.

Čína vyvíja modely umelej inteligencie, ako je DeepSeek, ktoré potrebujú oveľa menší výpočtový výkon (a teda aj menej dátových centier) ako modely vyvinuté v USA. Zároveň venuje väčšiu pozornosť aplikáciám umelej inteligencie než dosiahnutiu všeobecnej umelej inteligencie. Táto stratégia by mohla viesť k okamžitému zvýšeniu produktivity, ktoré by mohlo priniesť trvalú konkurenčnú výhodu, najmä ak sa ukáže, že všeobecná umelá inteligencia je buď nedosiahnuteľná, alebo efemérny fenomén.

Manuela D’Onofriová
predsedníčka
Investment Institute

Fabio Petti
podpredseda
Investment Institute

Edoardo Campanella
riaditeľ a šéfredaktor,
Investment Institute

POHĽADY INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV (CIO)

2

Alokácia aktív

GLOBÁLNY VÝVOJ

3

TÉMA 1:

Vplyv umelej inteligencie na
krátkodobý rast HDP USA

VÝVOJ NA TRHOCH

5

Šum a signál

- Akcie
- CP s pevným výnosom
- Devízový trh
- Komodity

TÉMA 2:

Je príbeh o umelej inteligencii
nahodnotený?

TABUĽKY S PROGNÓZAMI 14



Pohľady investičných riaditeľov (CIO)

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

V posledných týždňoch došlo na kapitálových trhoch k dvom zmenám: dosiahnutiu výrazne pozitívnych výsledkov (najmä v prípade akcií a zlata) a zvýšeniu volatility (takisto zvlášť v prípade akcií a zlata). Tento vývoj odráža dva základné prvky nášho najnovšieho posúdenia: dynamika trhu je pozitívna, naďalej však pretrvávajú významné rizikové faktory. Pozitívna dynamika na akciových trhoch je založená na zásadne pozitívnom výhlade ekonomík v Európe a USA v nasledujúcich štvrtrokoch. Mierny hospodársky rast by sa mal prejavovať aj v raste firemných ziskov.

Obrázok rizika zasa odráža niekoľko faktorov: **1.** ochladenie amerického trhu práce (čo dáva Fedu priestor na zníženie úrokových sadzieb); **2.** negatívne dôsledky prudkého zvýšenia dovozných ciel zo strany USA (inflačný tlak na amerických spotrebiteľov a nákladový tlak na amerických výrobcov), čo by mohlo obmedziť celkové uvoľňovanie Fedu; **3.** obnovenie obchodného konfliktu s Čínou v dôsledku čínskych obmedzení vývozu vzácných zemín, hoci nedávno sa dosiahol pokrok smerom k rámcovej dohode; **4.** existujú aj neistoty týkajúce sa dlhodobej stability USD a statusu „bezpečného prístavu“ pre americké vládne dlhopisy – v dôsledku rastúceho vládneho dlhu a potenciálne silnejšieho politického vplyvu na menovú politiku v USA. Tento faktor podporil najmä zlato a ostatné drahé kovy, ale realizácia ziskov nedávno vyvolala pokles. Na druhej strane aj Európa čelí významným rizikám: politickej neistote vo Francúzsku, nejasným vyhliadkam nemeckých investičných projektov a pretrvávajúcej závislosti od kritických surovín z Číny.

Vzhľadom na tieto faktory je naša súčasná alokácia neutrálna vo vzťahu k akciám, ale v strednodobom horizonte s pozitívnym sklonom, najmä v porovnaní so štátnymi dlhopismi, ktoré podhodnocujeme. Európske štátne dlhopisy považujeme za neatraktívne, keďže ich výnosy sú po ukončení cyklu znižovania sadzieb ECB nízke a vyhliadky na cenový rast malé. Pokiaľ ide o americké štátne dlhopisy, okrem menových rizík v USD vidíme aj riziká zvyšovania výnosov v dôsledku ďalšieho rastu štátneho dlhu, a to napriek očakávanému zníženiu úrokových sadzieb zo strany Fedu. Pokiaľ ide o cenné papiere s pevným výnosom, uprednostňujeme dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov, zatiaľ čo podnikové dlhopisy zostávajú neutrálne hodnotené. Táto pozícia odráža naše presvedčenie, že akcie naďalej zohrávajú hlavnú úlohu vo vyváženom portfóliu bez toho, aby sme podstupovali nadmerné riziko.

ALOKÁCIA AKTÍV

NÁŠ INVESTIČNÝ POHĽAD NA TRIEDY AKTÍV

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

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



1 ECB vyčkáva

V eurozóne ECB naďalej vyčkáva. Latka pre ďalšie zníženie úrokových sadzieb sa zvýšila na septembrovom zasadnutí, keď centrálna banka vyjadrila menšie obavy z hospodárskej aktivity. Ak však čítame medzi riadkami oficiálnej komunikácie, zdá sa, že Rada guvernérov je v otázke rovnováhy rizík inflačného výhľadu rozdelená. Očakávame, že depozitná sadzba zostane v dohľadnej budúcnosti na úrovni 2 %, ale riziká sa prikláňajú ku konečnému zníženiu sadzieb v nasledujúcich pár štvrtrokoch. Vzhľadom na to, že sa prejavuje negatívny vplyv ciel, trh práce sa oslabuje, trh s ropou je nadmerne zásobovaný a Čína už presmerovala obchod do Európy, riziko, že ECB v strednodobom horizonte neprekročí svoj inflačný cieľ, je reálne. ECB už vo svojich septembrových prognózach predpokladala, že inflácia sa v rokoch 2026 aj 2027 ustáli mierne pod 2 %. Nová makroekonomická prognóza, ktorá bude uverejnená v decembri, objasní, či by sa podhodnotenie mohlo prehĺbiť.

2 Fed pravdepodobne pozastaví

Na zasadnutí 29. októbra Fed znížil cieľové rozpätie sadzby federálnych fondov o ďalších 25 bázičných bodov na 3,75 % až 4,00 %. Zároveň oznámil, že v decembri ukončí kvantitatívne sprísňovanie. Tón predsedu Fedu Powella bol na tlačovej konferencii výrazne jastrabí a odmietol očakávania finančného trhu, ktorý predpokladal ďalšie zníženie sadzieb v decembri. Naším základným scenárom zostáva, že si Fed teraz dá pauzu až do polovice roka 2026. V budúcom roku očakávame len jedno zníženie sadzieb, čo je menej, ako očakávajú finančné trhy. Predpokladáme, že sa zvýši inflácia, mierne sa zvýši nábor zamestnancov a hospodárska aktivita bude stabilná, k čomu prispeje zníženie politickej neistoty a fiškálna podpora vyplývajúca z aktu o veľkom krásnom zákone. Politický tlak na Fed bude pravdepodobne naďalej intenzívny, ale predpokladáme, že okrem iného právne námietky zabránia prezidentovi Trumpovi v rozhodujúcom ovplyvňovaní menovej politiky, či už prostredníctvom personálnych zmien, alebo inými prostriedkami.

3 Obchodná dohoda medzi USA a Čínou: krátkodobá stabilizácia, dlhodobé oddelenie

Americký prezident Donald Trump a čínsky líder Si Ťin-pching na stretnutí 30. októbra v Južnej Kórei načrtli jednoročný rámec, ktorý by sa mohol zmeniť na širšiu a konečnú obchodnú dohodu. Kým nebudú uverejnené písomné podmienky, ide skôr o predbežné prímerie než o trvalý mier. Prezident Trump uviedol, že USA znížia clo na čínsky tovar súvisiaci s fentanylom z 20 % na 10 %. Na revanš Peking zintenzívni obmedzenie chemikálií prekursorov fentanylu, o rok odloží novo oznámené kontroly vývozu kovov vzácnych zemín a rozšíri nákupy poľnohospodárskych produktov. Podľa nášho názoru balík prináša určitú úľavu, ale nie zásadný reset. Úzke zníženie amerických ciel zmierňuje hraničné náklady, pričom celkové clá USA zostávajú vysoko nad úrovňou spred obchodnej vojny. Odklad kontrol vývozu vzácnych zemín odstraňuje bezprostrednú hrozbu pre dodávateľský reťazec USA a ostatných priemyselných krajín, je však dočasný a môže sa zvrátiť. Z krátkodobého hľadiska čiastočná obchodná dohoda stabilizuje svetový obchod a zabraňuje ďalšej eskalácii. Priemyselné krajiny tak získavajú čas na to, aby podporili získavanie kritických nerastných surovín z iných zdrojov ako z Číny a aby si vytvorili alternatívne trhy. Z dlhodobejšieho hľadiska však strategický rozkol medzi USA a Čínou pretrváva. Základné trecie plochy, ako sú americké kontroly vyspelých polovodičov, obmedzenia kritických technológií a geopolitické súperenie, zostávajú nevyriešené. Trajektória stále smeruje k štruktúrnemu oddeleniu namiesto obnovenia starého poriadku pred Trumpom 2.0.



Vplyv umelej inteligencie na rast HDP USA v najbližšom období

Autor: Daniel Richard Vernazza

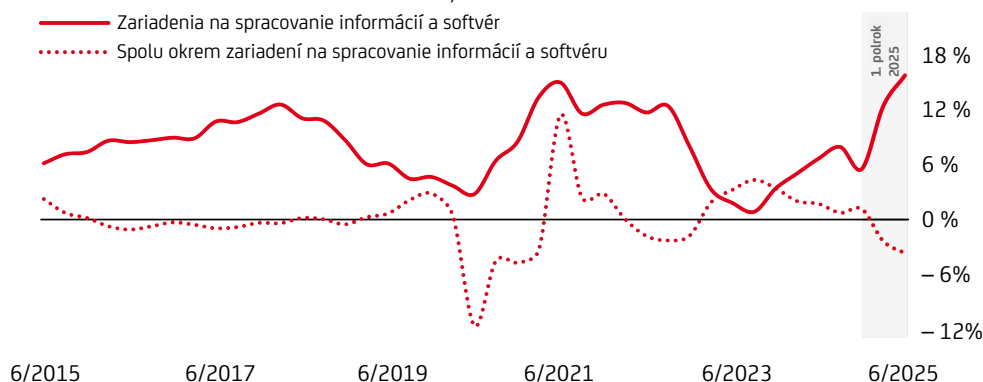
V USA sa v poslednom čase darí investíciám do umelej inteligencie. V 1. polroku 2025 vzrástli reálne podnikové investície do zariadení na spracovanie informácií medziročne o 35 % a investície do softvéru medziročne o 23 %. Tieto dve kategórie súvisiace s umelou inteligenciou predstavujú približne 30 % celkových podnikových investícií, ale v 1. polroku 2025 sa podieľali na celkovom raste podnikových investícií. Niektorí komentátori priamo poznamenali, že pri použití 4 % váhy týchto dvoch kategórií investícií súvisiacich s umelou inteligenciou v HDP prispeli k reálnemu rastu HDP v 1. polroku 2025 o 1,1 percentuálneho bodu v ročnom vyjadrení, teda o viac ako 70 %!

Tieto výpočty sú pozoruhodné, ale príliš zjednodušené. Dôvod spočíva v tom, že veľká časť investícií do kategórií súvisiacich s umelou inteligenciou sa dováža. Dovozy výrobkov súvisiacich s umelou inteligenciou v 1. polroku 2025 skutočne prudko vzrástol, čiastočne v dôsledku predzásobenia pred zvýšením cien. Napríklad dovoz digitálnych procesorov do USA vzrástol v 1. polroku 2025 medziročne o viac ako 400 %. Vyšší dovoz sa odráta od rastu HDP, pretože nie je výsledkom domácej výroby.

Aj po zohľadnení dovozu je zrejmé, že investičný boom v oblasti umelej inteligencie podporuje rast HDP USA. Takisto môže pomôcť vysvetliť nezvyčajnú situáciu pozoruhodne pružného hospodárskeho rastu v čase nedávnej slabosti v oblasti mzdovej zamestnanosti. Produktivita práce (meraná ako reálny HDP na odpracovanú hodinu) v poslednom čase prudko vzrástla a je možné, že časť vysvetlenia spočíva v tom, že firmy využívajú investície do umelej inteligencie ako náhradu za prijímanie pracovníkov, najmä v čase oveľa nižšej imigrácie. Určitú humornú pointu tomuto tvrdeniu dodala októbrová Běžová kniha, v ktorej sa uvádza, že „viac zamestnávateľov hlásilo znižovanie počtu zamestnancov formou prepúšťania a úbytku zamestnancov, pričom kontakty uvádzali slabší dopyt, zvýšenú ekonomickú neistotu a v niektorých prípadoch *zvýšené investície do technológií umelej inteligencie*“.

Hoci očakávame, že technológie umelej inteligencie budú mať pozitívny vplyv na dlhodobý rast produktivity, sme skeptickí, pokiaľ ide o to, či nedávne investície už produktivitu zvyšujú. Rast produktivity má sklon k vysokej volatilita so štvrtročnou periodicitou a história technologických revolúcií ukazuje, že trvá určitý čas (roky), kým sa prejaví účinky na produktivitu, kým technológia nachádza uplatnenie a pozitívne sieťové externality. Preto v súčasnosti prikladáme väčšiu váhu nedávnemu slabému vývoju zamestnanosti, ktorý je dočasný a trochu sa zvýši, keď sa zníži neistota v oblasti politiky (alebo si firmy na neistotu zvyknú). Medzitým by uvoľnené finančné podmienky a stimuly nachádzajúce sa v akte o veľkom krásnom zákone, schválenom začiatkom júla, mali podporiť širšie investície a agregovaný dopyt.

GRAF 1.1: INVESTIČNÝ BOOM V USA SÚVISIACI S AI
USA REÁLNE FIXNÉ PODNIKOVÉ INVESTÍCIE, % MEDZIROČNE



Zdroj: BEA, Investment Institute UniCredit





Vývoj na trhoch

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

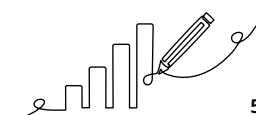
Šum...

Shutdown v USA a obnovené obchodné napätie medzi USA a Čínou prispeli k udržaniu zvýšenej ekonomickej a geopolitickej neistoty. Očakávania investorov týkajúce sa uvoľňovania Fedu zostali optimistické, k čomu prispeli aj údaje o inflácii v USA za september, ktoré boli nižšie, než sa očakávalo, a výnos 10-ročných UST sa udržal na úrovni 4 %. Výnosy EGB sú takisto nižšie ako pred mesiacom. Po dočasnej prestávke sa akciová rally obnovila, podporená ďalšou silnou výsledkovou sezónou, v rámci ktorej americké akciové indexy dosiahli nové historické maximá. Na devízovom trhu sa americký dolár voči ostatným menám čiastočne zotavil.



... a signál

Trhy hľadajú väčšiu jasnosť v súvislosti s vplyvom ciel na svetové ekonomiky a ďalšími krokmi Fedu. Situáciu v súčasnosti komplikuje pokračujúci shutdown americkej štátnej správy a následné nezverejnené údaje. Ak sa údaje v USA, najmä tie, ktoré sa týkajú trhu práce, výrazne nezhoršia, trhy pravdepodobne mierne znížia svoje očakávania, pokiaľ ide o zníženie sadzieb zo strany Fedu. To by mohlo viesť ku korekcii výnosov štátnych dlhopisov smerom nahor. Výhľad akciových trhov zostáva zdravý, pričom hlavným hnacím motorom je naďalej rast ziskov. Nárast miery nesplácaných úverov a nedávne oznámenia o platobnej neschopnosti v USA dostali úverový trh do centra pozornosti. Hoci toto riziko nepovažujeme za systémové, úverové rozpätia sa pravdepodobne rozšíria zo súčasných nízkych úrovní. Pokiaľ ide o komodity, očakávame vychýlenie obchodovania s ropou, keďže je zakliesnené medzi sankciami USA a previsom ponuky. Zlato po impozantnej rally stratilo časť svojho lesku. Stále však pôsobia pozitívne štrukturálne faktory, ktoré v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne udržia jeho cenu nad úrovňou 4 000 USD/uncu.



Akcie

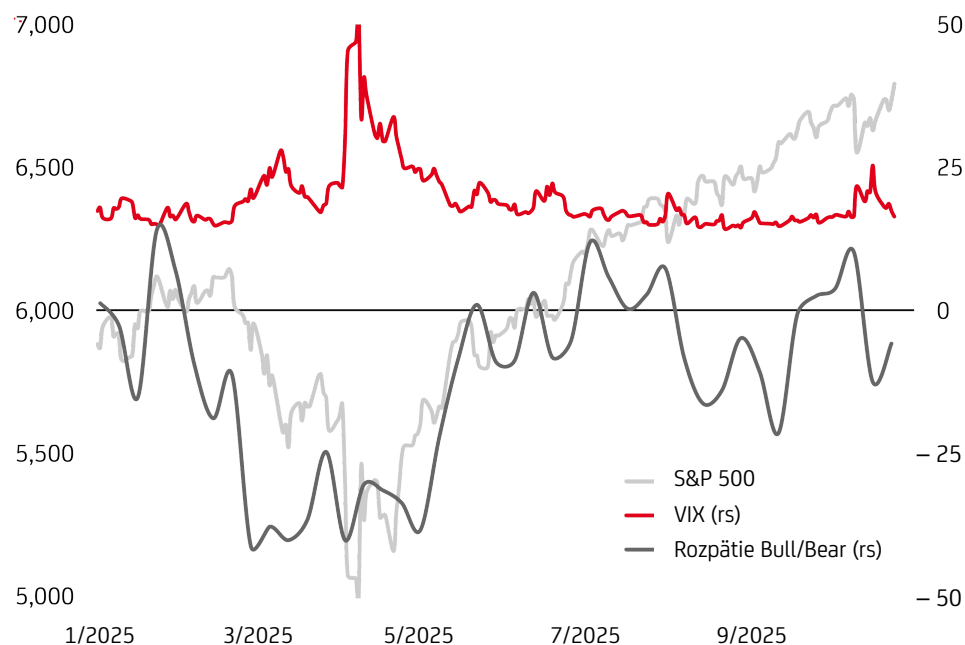
Akcie si držia pozíciu uprostred októbrovej volatility

Globálne akciové trhy vstúpili do 4. štvrťroka 2025 so zmesou odolnosti a opatrnosti. Akciové indexy po silnej letnej rally zaznamenali v posledných týždňoch časté výkyvy, ktoré investorom pripomínajú, že aj v prostredí, ktoré je v základe priaznivé, zostáva volatilita stálym spoločníkom. Nedávnu nestabilitu do veľkej miery podporilo obnovené obchodné napätie a obavy z troch úverových udalostí týkajúcich sa regionálnych amerických bánk, ktoré opäť vyvolali znepokojenie investorov. Napriek tomu nový rekord, ktorý index S&P 500 dosiahol koncom októbra, zdôrazňuje základnú silu trhu a pretrvávajúcu dôveru v ekonomickú a výnosovú trajektóriu.

Pokiaľ ide o **akcie USA**, index S&P 500 dosiahol 28. októbra nové historické maximum. Jednoduchý pokles o takmer 3 % v porovnaní s obdobím pred dvoma týždňami, ktorý bol najprudší od 10. apríla, keď trhy otriasol Trumpov „Deň oslobodenia“, bol vyvolaný obnoveným trením v hospodárskych vzťahoch medzi USA a Čínou a jastrabou politickou rétorikou z oboch strán. Tento pokles sa však ukázal ako krátkodobý. Investori sa rýchlo prekalibrovali, podporení solídny začiatkom výsledkovej sezóny v 3. štvrťroku 2025, holubičmi signálmi z Fedu a citeľným zmiernením politického tónu po prvých colných hrozbách. Výsledková sezóna indexu S&P 500 sa vyvíja veľmi dobre: Približne 87 % spoločností z indexu S&P 500, ktoré oznámili výsledky, prekonal očakávania zisku, čo je výrazne nad 10-ročným priemerom 75 %. Hnacu silou rastu je finančný a technologický sektor. Od začiatku roka index vzrástol o viac ako 15 %, keďže ekonomika USA naďalej poskytuje priaznivé prostredie. Ocenenie je síce zvýšené, ale zostáva výrazne pod extrémnymi hodnotami zaznamenanými v ére „dot-com“, keď bujará nálada investorov výrazne prevyšovala reálne zisky.

GRAF 2.1: VÝKYVY SENTIMENTU NA POZADÍ NÁRASTU VOLATILITY

ROZPÄTIE BULL – BEAR PODĽA AAI SA MENÍ NA NEGATÍVNE, ZATIAĽ ČO VIX NAKRÁTKO STÚPA NAD 25



Zdroj: AAI, LSEG, Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Nálada investorov sa od polovice septembra neustále zlepšovala, o čom svedčí aj rozpätie Bull – Bear podľa AAll, ktoré 9. októbra dosiahlo 10,2 %, čo je najvyššia úroveň od začiatku júla. Jeho zvrat na – 12,4 % len o týždeň neskôr signalizoval obnovenie zmyslu pre opatrnosť, ale následné oživenie poukazuje na zotavenie sentimentu (pozri graf 2.1). Túto základnú krehkosť pod robustnou titulkovou výkonnosťou odráža index volatility CBOE (VIX). Index od vystúpenia nad 25, ku ktorému došlo 16. októbra, ustúpil (pozri graf 2.1), čo je odrazom upokojenia nervozity investorov. Napriek poklesu však VIX zostáva mierne nad svojím 50-dňovým kľavým priemerom, čo naznačuje, že zvýšený rizikový sentiment pretrváva. Trh sa opäť zúžil, pričom vo výkonnosti dominujú rastové akcie spoločností s veľkou trhovou kapitalizáciou, čo vyvoláva otázky týkajúce sa udržateľnosti a zvyšuje riziko krátkodobej volatility.

Európske akcie boli v posledných týždňoch stabilnejšie. Euro STOXX 50 zostáva blízko svojho historického maxima, pričom ho podporujú zlepšujúce sa makroúdaje a optimizmus investorov v súvislosti s fiškálnymi výdavkami na infraštruktúru. Od začiatku roka index vzrástol o takmer 16 %. Rast ziskov v Európe zostáva nerovnomerný a odráža skôr sektorové rozdiely než všeobecnú slabosť. Odvetvia orientované na vývoz, najmä autá a priemyselné sektory, čelili nepriaznivým vplyvom obchodných trení a volatility mien, pričom nedávne posilnenie eura voči doláru zaťažilo príjmy pochádzajúce z USA. Sektory, ktoré sa orientujú viac na domáci trh, vykazovali väčšiu odolnosť, pričom záujem investorov, podporovaný stabilným spotrebiteľským dopytom, fiškálnymi infraštruktúrnymi programami a zlepšujúcimi sa úverovými podmienkami, naďalej priťahovali sektory súvisiace so spotrebou, zdravotníctvom, verejnými službami a financie. Podporu poskytli aj akcie spoločností zameraných na luxusný tovar, pričom dobré výsledky lídrov v odvetví pomohli vykompenzovať širšie cyklické oslabenie. Hoci sa vyhladky ziskov mierne zlepšili, dynamickejšie oživenie bude pravdepodobne závisieť od zmiernenia obchodného napätia a trvalej makroekonomickej dynamiky, ktorú očakávame v roku 2026. Ako protiviektor naďalej pôsobí politická neistota v kľúčových európskych ekonomikách, ako je Francúzsko, a širšie geopolitické riziká.

Rozvíjajúce sa trhy aj v októbri naďalej vykazovali odolnosť a predĺžili tak svoju silnú celoročnú výkonnosť. Index MSCI EM vzrástol od začiatku roka o takmer 30 % a výrazne predbehol rozvinuté trhy. Rast bol spôsobený silnými ziskami, slabším americkým dolárom a presunom investorov do podhodnotených regiónov. Ázia zostáva centrom sily EM, ťaží z investícií poháňaných umelou inteligenciou a priaznivého demografického vývoja, ale regionálne rozdiely a geopolitické riziko si vyžadujú selektívny a disciplinovaný investičný prístup.

Zachovávame konštruktívny **výhľad na akcie**. V USA by pokračujúca hospodárska expanzia, klesajúce sadzby a odolný rast ziskov mali v strednodobom horizonte podporiť ďalší rast, hoci dynamiku môžu zmierniť zvýšené ocenenie a politická neistota. Konsenzus predpovedá 15 % nárast zisku v indexe S&P 500 v roku 2026, my však tento odhad považujeme za príliš optimistický a predpokladáme rast bližšie k 11 %. V Európe by mal mierny rast ziskov a zlepšujúce sa údaje o HDP poskytnúť základ pre solídne akciové zisky, hoci kľúčovým zostáva dynamickejšie oživenie ziskov – podľa nášho názoru by mal rast ziskov v roku 2026 dosiahnuť približne 8 %. Očakávame, že index S&P 500 dosiahne 7 200 bodov a index Euro STOXX 50 do polovice roka 2026 vzrastie na 5 900 bodov. Na rozvíjajúcich sa trhoch sú makroekonomické podmienky naďalej celkovo priaznivé.

Cenné papiere s pevným výnosom

Štátne dlhopisy: krehká rally

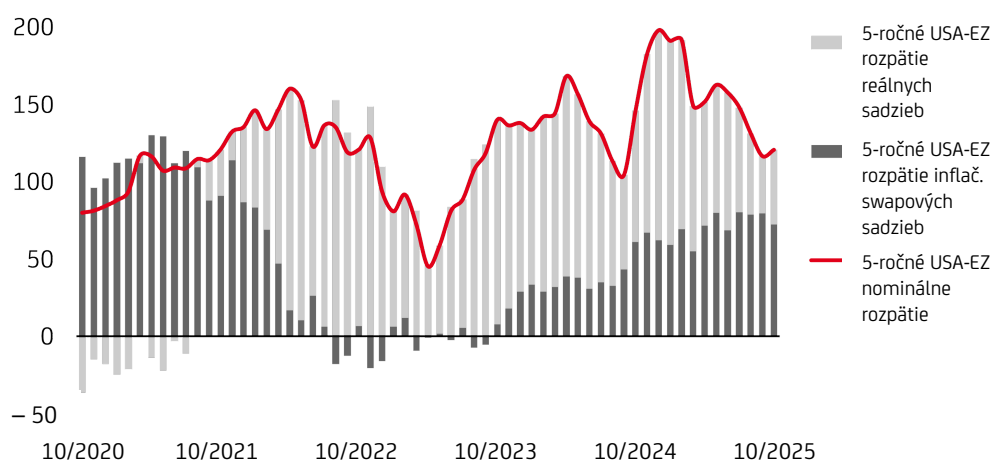
Štátne dlhopisy v poslednom čase celosvetovo rástli, pričom ich podporovalo obnovené obchodné napätie medzi USA a Čínou, shutdown v USA (spolu s následným nezverejňovaním údajov) a nedávne obavy týkajúce sa amerických regionálnych bánk. Očakávania trhu týkajúce sa cyklu uvoľňovania Fedu sa stali viac holubičiami, pričom forwardové sadzby OIS predpokladajú do konca roka 2026 sadzbu okolo 3 % a výnosy UST sú približne o 10 bázických bodov nižšie ako pred mesiacom.

Klesli aj výnosy EGB, pričom krivky sa vo všeobecnosti sploštili. Výnosy 10-ročných Bundov klesli o takmer 15 bázických bodov na úroveň 2,60 %. Úspech opätovne vymenovaného francúzskeho premiéra pri dosiahnutí dohody so Socialistickou stranou o rozpočte na rok 2026 viedol k oživeniu francúzskych cenných papierov, pričom rozpätie medzi 10-ročným OAT a nemeckými dlhopismi (Bund) sa znížilo na 75 bázických bodov. BTP si v posledných týždňoch udržali podporu a rozpätie medzi 10-ročným BTP a nemeckými dlhopismi (Bund) sa obchodovalo pod 80 bázickými bodmi. Dobrý dopyt po novom BTP Valore zo strany retailových investorov naznačuje, že táto kategória investorov je naďalej ochotná absorbovať taliansku ponuku.

Rozpätie sadzieb medzi USA a eurozónou sa v posledných mesiacoch znižovalo. Rozpätie 5-ročných sadzieb OIS medzi USA a EZ je teraz na úrovni 120 bázických bodov, čo je o 80 bázických bodov menej ako na začiatku roka. Sadzby swapov na infláciu sa v posledných týždňoch znížili, čo bolo odrazom poklesu cien komodít. Rozdiel medzi USA a eurozónou zostáva stabilný. Pokiaľ došlo k nejakým zmenám, tak k rozšíreniu. Na druhej strane, rozdiel v reálnych sadzbách sa od začiatku roka výrazne zmenšil, a to takmer o 100 bázických bodov, a v súčasnosti sa blíži k 50 bázickým bodom, čo je jeho najnižšia úroveň od konca roka 2021. Podľa nášho názoru to odráža obavy súvisiace s obchodnou vojnou a hospodárskym rastom v USA a najmä rozdielne trajektórie menovej politiky.

GRAF 2.2: ČO SPÔSOBILO ZÚŽENIE ROZPÄTIA SADZIEB OIS USA – EZ?

REÁLNE KOMPONENTY A KOMPONENTY SÚVISIACE S OČAKÁVANÍM INFLÁCIE V USA A EUROZÓNE



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Hoci ekonomická a geopolitická neistota naďalej poskytuje živnú pôdu pre štátne dlhopisy, myslíme si, že súčasná rally má krátke trvanie a existuje riziko korekcie smerom nahor. Očakávame zvýšenie výnosov UST podporené ekonomickými údajmi o odolnosti v USA, pričom EGB budú pravdepodobne nasledovať ich pohyb. Pokiaľ ide o tvar krivky, krivky EGB sa budú pravdepodobne hýbať oproti súčasným úrovniam strmšie, zatiaľ čo pohyb v USA bude pravdepodobne viac paralelný.

Podnikové úvery: žiadne systémové riziko v dohľade

V súvislosti s rastúcimi obavami na úverovom trhu v USA bola výkonnosť európskych firemných úverov v posledných týždňoch zmiešaná. Zatiaľ čo rizikové prémie nefinančných spoločností investičného stupňa zostali stabilné, rozpätia finančných spoločností a spoločností s vysokým výnosom sa mierne zvýšili. Správy o stredne veľkých amerických bankách a poskytovateľoch pôžičiek na autá, ktoré čelili problémom vyvolaným oznámeniami o nesplácaní úverov, podvodných dlžníkoch a súdnych procesoch, vyvolali medzi investormi určité obavy, hoci nevedli k výraznejšej reakcii trhu. Ako ukazuje náš graf, v posledných mesiacoch sa v USA prudko zvýšila miera nesplácania úverov na autá na úroveň, aká nebola zaznamenaná od roku 2020, a takmer na úroveň, aká bola naposledy zaznamenaná v rokoch 2008 – 2009. To odráža neochotu podnikov aj domácností realizovať diskrečné výdavky v dôsledku dlhodobu vysokých úrokových sadzieb.

Objavili sa obavy, že tieto udalosti nemusia byť ojedinelé, ale môžu signalizovať vznik širšieho problému. V tejto fáze nevidíme, že by sa problém vyvinul do systémovej podoby, keďže miera nesplácania úverov v iných segmentoch dlhového trhu v USA, ako sú komerčné nehnuteľnosti (CRE) a úvery z kreditných kariet (pozri graf 2.3), je obmedzená; likvidita v systéme zostáva dostatočná a trh očakáva, že Fed v nadchádzajúcom mesiaci uvoľní svoju politiku, ale situáciu je potrebné monitorovať. Údaje, ktoré s výsledkami za 3. štvrťrok 2025 vykázali americké a európske banky, potvrdzujú stabilný obraz kvality aktív a nedávne prípady považujeme za nesystémové a zamerané na rizikovejšie obchodné modely.

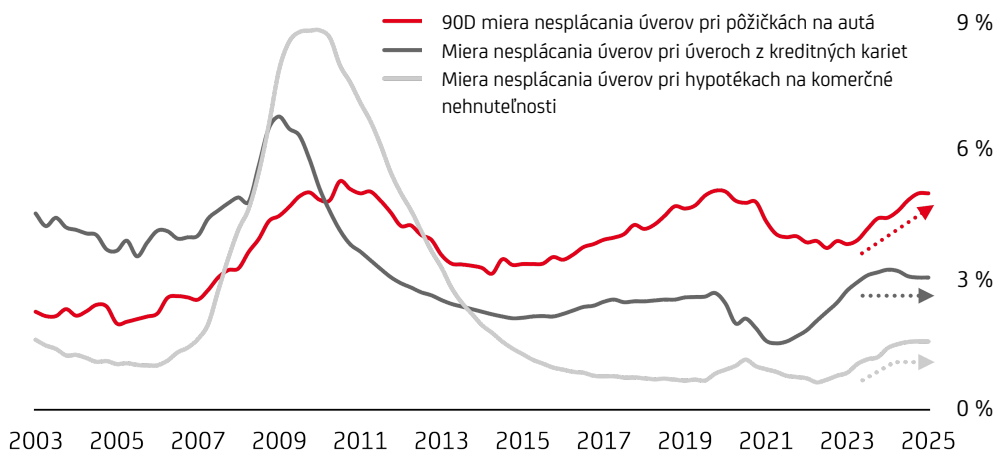
Situáciu komplikuje a zneprehľadňuje rastúci objem úverovej angažovanosti, ktorý sa presunul z tradičného bankového sektora na nebankové finančné inštitúcie (NBFI). To má dva dôsledky: po prvé, banky čoraz častejšie poskytujú finančné prostriedky súkromným úverovým fondom na vykonávanie rizikovejších úverových činností a po druhé, existujú obavy, že ukazovatele kvality aktív vykazované bankami nemusia v plnej miere odrážať základné riziko ich úverových portfólií.

Vzhľadom na ich solídnu úverovú kvalitu, ktorá sa pravdepodobne potvrdí počas nadchádzajúcej výsledkovej sezóny, by však nefinančné spoločnosti investičného stupňa mali zostať stabilné. Na druhej strane, úvery s vysokou beta hodnotou (vysoko výnosný a podriadený dlh) sú citlivejšie na vedľajšie účinky.

V konečnom dôsledku v najbližších týždňoch naďalej vidíme miernu korekciu smerom nahor v rozpätiach IG aj HY, hoci kľúčovým zdrojom výnosov zostáva carry. Finančné spoločnosti by pri rozširovaní rozpätia spôsobenom rastúcimi obavami zo zmeny úverového cyklu mohli mať slabšie výsledky ako nefinančné spoločnosti. Podrobnejšie informácie o našich prognózach úverového rozpätia podnikov nájdete v tabuľke rizikových aktív.

GRAF 2.3: MIERA NESPLÁCANIA ÚVEROV PRI PÔŽIČKÁCH NA AUTO, ÚVEROCH NA KREDITNÝCH KARTÁCH A HYPOTÉKACH

MIERA NESPLÁCANIA ÚVEROV PRI PÔŽIČKÁCH NA AUTÁ PRUDKO VZRÁSTLA, ALE PRI KOMERČNÝCH NEHNUTEĽNOSTIACH A ÚVEROCH NA KREDITNÝCH KARTÁCH ZOSTÁVA NA NÍZKEJ ÚROVNI (V %).



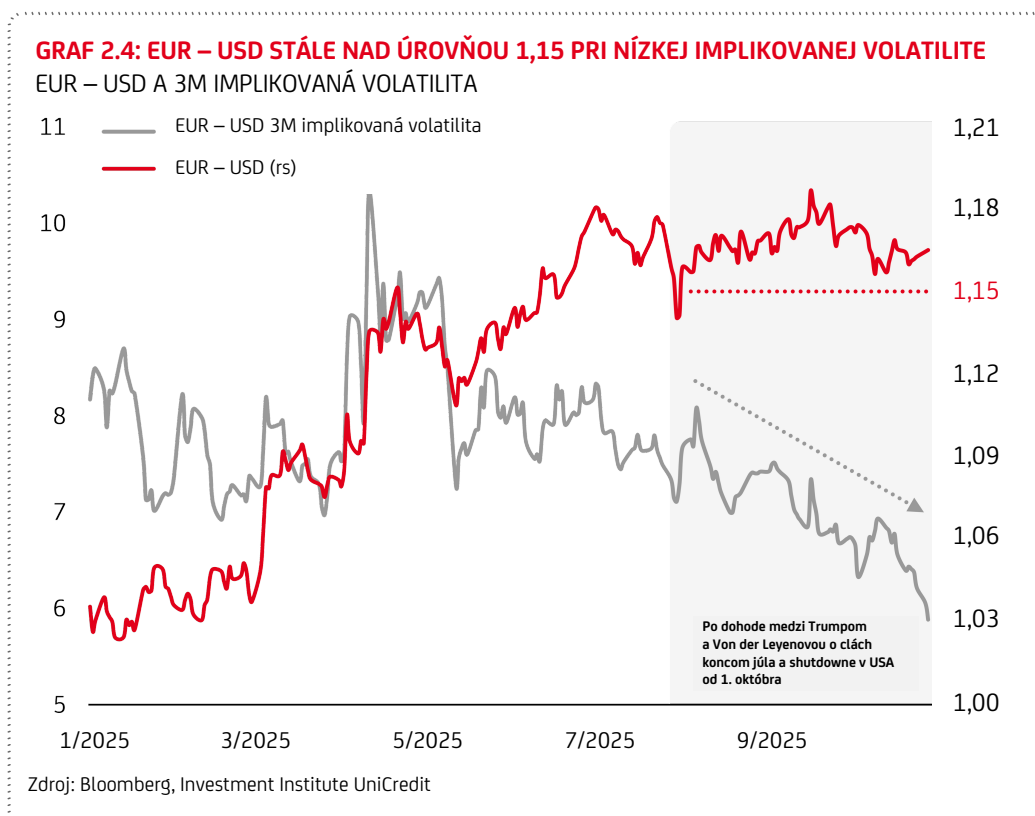
Zdroj: FRED, Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Devízový trh

EUR – USD: odolnosť, ale stále väzí ďaleko od sveta

Na devízovom trhu EUR – USD ustúpil z najvyššej hodnoty od začiatku roka 1,1919, ktorej sa dotkol po septembrovom zasadnutí FOMC, na ktorom Fed znížil sadzby o 25 bázických bodov na 4,00 – 4,25 %. V prípade absencie nových fundamentálnych faktorov, najmä v dôsledku amerického shutdownu, sa rally tohto páru zastavilo, pričom jednotnej mene nepomohli ani účinky presahovania vyššieho kurzu USD – JPY v dôsledku politického vývoja v Japonsku. Pár EUR – USD skutočne opäť preukázal odolnosť, keď sa predajný tlak znížil tesne pod úroveň 1,150. Zároveň však hrozí, že párové riziká zostanú uviaznuté v strede ďaleko od sveta nad úrovňou 1,16, a to napriek tomu, že predseda Fedu Jerome Powell nechal otvorené dvere pre ďalšie uvoľňovanie. Neprekvapuje, že implikovaná volatilita zostáva nízka, najmä v porovnaní s nárastom zaznamenaným po aprílovom „Dni oslobodenia“, ako znázorňuje nasledujúci graf. Zodpovedajúca miera reverzného rizika sa práve vrátila mierne nad nulu, čo naznačuje, že trh je zatiaľ naďalej obozretný, pokiaľ ide o predĺženie oživenia EUR – USD.

Pokiaľ ide o EUR – USD, zostávame mierne optimistickí vzhľadom na ďalšie uvoľňovanie zo strany Fedu, zatiaľ čo ECB by mala zostať na súčasnej úrovni 2,00 %. Okrem toho cenová akcia stabilne ukazuje, že investori doteraz v konečnom dôsledku považovali akýkoľvek ústup EUR – USD za príležitosť na nákup pri poklese, a nie za základ pre obrat trendu. Zároveň sa však naše volanie po tom, aby sa výmenný kurz do konca roka dostal na úroveň 1,20, stalo náročnejším a o to viac by si vyžadovalo sériu zverejnenia slabých údajov v USA, predovšetkým z trhu práce, ktoré by EUR – USD dodali väčšiu dynamiku. V opačnom prípade bude pravdepodobne pokračovať ďalšia konsolidácia približne na súčasných úrovniach.



Komodity

Ropa

Trhy s ropou sú naďalej rozpoltené medzi rozdielnymi názormi a obmedzenou viditeľnosťou. Medzinárodná energetická agentúra (IEA) naďalej predpovedá značný prebytok ponuky v roku 2025 na úrovni približne 2,3 milióna barelov denne a v roku 2026 až 4 milióny barelov denne, zatiaľ čo OPEC očakáva celkovo vyvážený trh. Od apríla OPEC+ neustále pridáva barely, ruší dobrovoľné škrtky, ktoré sa začali koncom roka 2023, a pokračuje v stratégii sústredenia na opätovné získanie podielu na trhu. Nedávny odraz ceny ropy Brent od jej predchádzajúcich miním podčiarkuje zvýšené obavy trhu z dôsledkov sankcií uvalených USA na Rusko. Tieto sankcie viedli čínske štátne ropné spoločnosti k pozastaveniu nákupov ruskej ropy, zatiaľ čo indické rafinérie, ktoré sú hlavnými odberateľmi ruskej ropy z mora, plánujú podľa zdrojov z odvetvia výrazné zníženie dodávok, čo zvyšuje perspektívu sprísnenia podmienok dodávok v prípade, že alternatívni odberatelia nebudú schopní absorbovať vytlačené objemy. To môže poskytnúť ďalšiu podporu cenám, ale nedávne zvyšovanie zásob a slabé ukazovatele dopytu naznačujú, že ďalší rast cien ropy je v najbližšom období obmedzený. Previs ponuky pravdepodobne udrží ceny na nízkej úrovni počas celého roka 2026, pokiaľ nedôjde k prevapivému nárastu dopytu alebo OPEC+ výrazne nezmení svoju politiku. Preto sa držíme našej prognózy ceny ropy na úrovni 65 USD za barel do konca tohto roka.

Zemný plyn

Európske zásoby zemného plynu dosiahli (smerom nadol revidovaný) cieľ 80 % pred koncom septembra. To upokojilo napätie na trhu vzhľadom na náročné dopĺňanie zásob na začiatku leta. Odvtedy sa TTF obchoduje v úzkom pásme medzi 31 až 33 EUR/MWh. Napriek tomuto pokojnejšiemu krátkodobému výhľadu dodávok vidíme väčší potenciál pre rast cien ako pre ich pokles, ak sa ukáže, že tohtoročná zima bude opäť chladnejšia, alebo ak dôjde k zvýšeniu geopolitického napätia v Rusku či na Blízkom východe. Na základe súčasného výhľadu ponuky a dopytu vo 4. štvrtroku 2025 očakávame stabilný cenový trend a opakujeme našu prognózu ceny okolo 33 EUR/MWh do konca roka. Očakávame, že v roku 2026 priemerné ceny TTF medziročne mierne klesnú na 30 – 35 EUR/MWh vzhľadom na výrazný nárast dodávok plynu, ktoré prichádzajú na trh najmä z Kataru a USA. Výraznejší pokles cien TTF neočakávame vzhľadom na pravdepodobnosť, že Európa ukončí zimnú vykurovaciu sezónu 2025 – 2026 s ešte nižšími zásobami ako mala na konci obdobia 2024 – 2025, a to v dôsledku nižších zásob na začiatku vykurovacej sezóny. Súčasný výhľad zemného plynu sa preto upokojil, hoci vzhľadom na relatívne nízke zásoby zostáva potenciál volatility.

Zlato

Ceny zlata nedávno korigovali svoje rekordné hodnoty a klesli o takmer 6 % na približne 4 000 USD za uncu po tom, ako sa začiatkom mesiaca priblížili k úrovni približne 4 400 USD. Napriek poklesu zostáva zlato od začiatku roka približne o 50 % vyššie, pričom ho podporujú pretrvávajúce fiškové obavy v USA, silné nákupy centrálnych bánk a očakávanie ďalšieho zníženia sadzieb Fedu. Domnievame sa, že nedávne oslabenie je odrazom realizácie ziskov, silnejšieho dolára a zmiernenia geopolitického napätia v dôsledku pokroku v obchodných rokovaníach medzi USA a Čínou. Prílev ETF je naďalej silný a absorbuje značnú časť globálnej ponuky, zatiaľ čo centrálné banky pokračujú v diverzifikácii rezerv smerom od štátnych dlhopisov. Hoci je pravdepodobná krátkodobá volatilita, keďže špekulatívne pozície sa uvoľňujú, štrukturálne faktory by mali zostať nedotknuté. Zachovávame konštruktívny výhľad a očakávame, že zlato sa bude do konca roka 2025 obchodovať prevažne v rozmedzí 4 000 – 4 300 USD za uncu.

Je príbeh o umelej inteligencii nadhodnotený?

Autor: Christian Stocker

Nedávna vlna transakcií a partnerstiev posilnila obavy, že rozmach umelej inteligencie môže poháňať úzko prepojená sieť obchodných transakcií.

- Začiatkom októbra spoločnosť Nvidia oznámila, že plánuje investovať do OpenAI až 100 miliárd USD na financovanie rozsiahleho projektu dátových centier.
- Spoločnosť OpenAI sa na revanš zaviazala vybaviť tieto zariadenia miliónmi čipov Nvidia, čo zožalo kritiku pre kruhový charakter tejto transakcie.
- Len o týždeň neskôr uzavrela spoločnosť OpenAI podobné partnerstvo so spoločnosťou AMD.
- V polovici októbra potom konzorcium investorov vrátane spoločností BlackRock, Microsoft a Nvidia predstavilo plány na prevzatie jedného z najväčších prevádzkovateľov dátových centier na svete s takmer 80 zariadeniami v hodnote 40 miliárd USD, ktorého cieľom je zabezpečiť kritickú výpočtovú kapacitu pre vývoj umelej inteligencie.

Ešte nikdy sa tak rýchlo neinvestovalo toľko peňazí do technológie, ktorá napriek svojmu obrovskému potenciálu nie je do veľkej miery overená ako spoľahlivý zdroj zisku. Tento nával aktivít vyvoláva nové obavy, že boom v oblasti umelej inteligencie je umelo udržiavaný čoraz zložitejšími a prepojenejšími firemnými štruktúrami. Podľa nášho názoru je súčasný stupeň koncentrácie potenciálnym rizikovým faktorom.

Podniky z Magnificent Seven majú v indexe S&P500 váhu 35 %. To podčiarkuje náš názor na potrebu diverzifikácie, zároveň si však uvedomujeme, že popredné technologické spoločnosti stále ponúkajú atraktívne investičné príležitosti.

Tento vývoj a pokračujúci vzostup popredných technologických spoločností v oblasti umelej inteligencie viedli k tomu, že investori sa začali obávať nadhodnotenia príbehu o umelej inteligencii. Správanie sa investorov a tvorba trhových cien vykazujú prvky, ktoré sa zhodujú s predchádzajúcimi bublinami, vrátane nárastu absolútnych ocenení, vysokej koncentrácie trhu, zvýšenej kapitálovej náročnosti popredných spoločností a vzniku dodávateľského financovania (keď dodávatelia poskytujú zákazníkom finančné prostriedky alebo úvery na uľahčenie nákupu ich vlastných výrobkov).

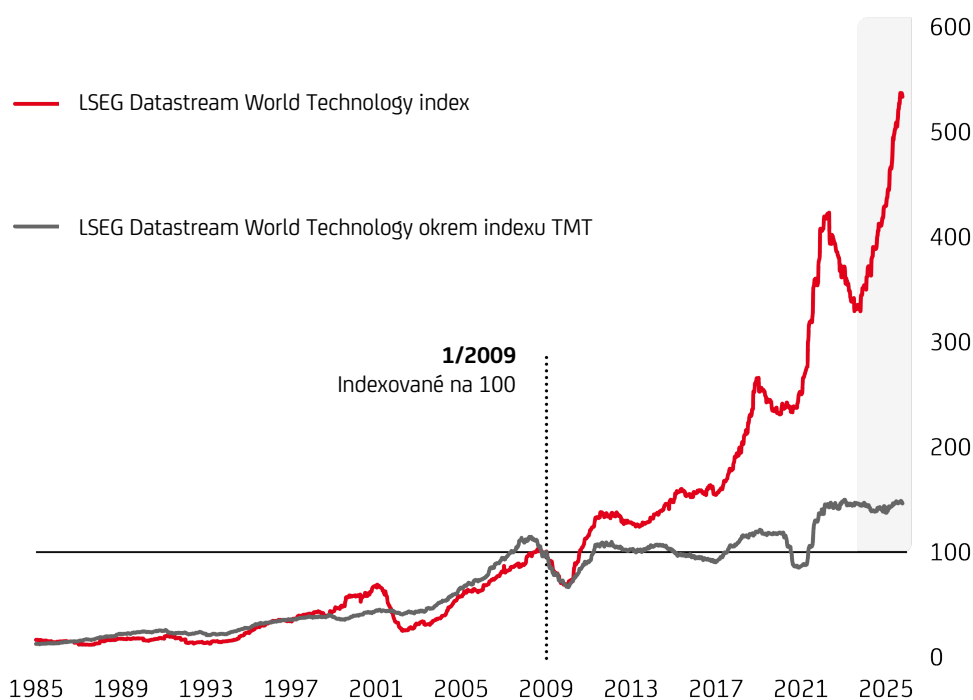
Myslíme si však, že technologické pozadie naďalej podporuje kapitálové výdavky na umelú inteligenciu z dvoch dôvodov:

- Po prvé, nasadené aplikácie AI zvyšujú produktivitu.
- Po druhé, využitie týchto výhod produktivity si vyžaduje značný výpočtový výkon, najmä preto, že veľkosť modelov rastie oveľa rýchlejšie ako klesajú náklady na výpočty a energiu.

Aby sme mohli posúdiť, či sú tieto obavy opodstatnené, musíme zvážiť súčasnú základnú situáciu. Doteraz boli príslušné technologické spoločnosti poháňané silným a trvalým rastom zisku, a nie iracionálnymi špekuláciami o budúcom raste.

Od roku 2023, keď sa príbeh umelej inteligencie naplno rozbehol, sa vykázané zisky amerických spoločností súvisiacich s umelou inteligenciou zvýšili o 130 % (s aktuálnou čistou ziskovou maržou takmer 32 %), zatiaľ čo globálne technologické spoločnosti vykázali nárast o 51 % a zisky globálneho trhu bez spoločností z oblasti TMT odvtedy stagnovali.

GRAF 2.5: ZISKY Z TECHNOLOGICKÝCH ODVETVÍ ŽIARIA A UKAZUJÚ NEUVERITEĽNÝ VÝVOJ
12-MESAČNÝ KĹZAVÝ ZISK NA AKCIU (USD), INDEXOVANÝ NA 100 V JANUÁRI 2009



Zdroj: LSEG Datastream, Worldscope, Investment Institute UniCredit

Kľúčovým faktorom nedávneho rastu cien bola silná dynamika ziskov. To je síce upokojujúca skutočnosť, pretože odráža solídne základy, zároveň však naznačuje, že súčasná rally je do veľkej miery závislá od pokračujúcich ziskových výsledkov. Väčšina akciových trhov sa v súčasnosti obchoduje pri zvýšenom ocenení v porovnaní s ich historickými priemerami. Tento nárast ocenenia však bol do veľkej miery podporený silnou základnou ziskovosťou a vysokou rentabilitou vlastného kapitálu.

Tieto trendy nesignalizujú ani tak špekulatívnu bublinu, najmä v oblasti technológií alebo umelej inteligencie, ako skôr odrážajú širšie makroekonomické podmienky: posun k uvoľňovaniu menovej politiky po období zvýšených úrokových sadzieb, vysoké globálne úspory a predĺžený hospodársky cyklus, teda faktory, ktoré prispeli k priaznivému prostrediu pre ocenenie rizikových aktív. Hoci tieto zvýšené ocenenia spôsobujú, že trhy sú náchylné na korekciu v prípade oslabenia dôvery v hospodársky rast, je nepravdepodobné, že by takýto pokles vyvolal len kolaps v technologickom sektore.

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

	Reálny HDP (% MEDZIROČNE)			Spotrebiteľské ceny (% MEDZIROČNE)			Zostatok rozpočtu (% HDP)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globálne	3,3	3,2	3,0	-	-	-	-	-	-
USA	2,8	2,0	2,1	2,9	2,8	3,0	- 7,3	- 6,7	- 7,7
Eurozóna	0,9	1,2	0,9	2,4	2,1	1,8	- 3,1	- 3,5	- 3,4
Nemecko	- 0,5*	0,1*	1,3*	2,2	2,1	1,7	- 2,7	- 3,0	- 3,3
Francúzsko	1,2	0,7	0,9	2,0	1,0	1,2	- 5,8	- 5,4	- 5,0
Taliansko	0,5	0,5	0,8	1,0	1,7	1,6	- 3,4	- 3,2	- 2,9
Španielsko	3,4	2,8	1,9	2,9	2,7	2,2	- 3,2	- 2,5	- 2,3
UK	1,1	1,4	1,1	2,5	3,3	2,1	- 5,7	- 4,5	- 3,8
Čína	5,0	4,8	4,1	0,6	0,9	1,8	- 7,4	- 7,6	- 7,7
Japonsko	0,2	0,9	0,7	2,7	2,8	1,9	- 3,5	- 3,4	- 3,0
India	7,0	6,5	6,5	4,4	4,1	4,1	- 7,8	- 7,6	- 7,4

Zdroj: Investment Institute UniCredit

* Údaje mimo WDA. Upravené na pracovné dni: - 0,5 % (2024), 0,2 % (2025) a 1,0 % (2026)

ÚDAJE CENTRÁLNYCH BÁNK

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

Zdroj: Investment Institute UniCredit

Poznámka: Údaje sú ku koncu obdobia.



PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SADZIEB A VÝNOSOV

	30. 10. 2025	4Q25	1Q26	2Q26
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,05	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,00	2,05	2,10	2,10
10-ročný Bund	2,66	2,75	2,80	2,85
2-ročné rozpätie EUR	2,15	2,20	2,25	2,25
10-ročné rozpätie EUR	2,66	2,75	2,85	2,90
10-ročné rozpätie swap – Bund	0	0	5	5
2-ročné BTP	2,19	2,25	2,30	2,30
10-ročné BTP	3,42	3,65	3,70	3,75
10-ročné rozpätie BTP – Bund	76	90	90	90
USA				
Sadzba Fed	4,00	4,00	4,00	3,75
3M OIS SOFR	3,89	3,85	3,81	3,60
2-ročné UST	3,61	3,75	3,70	3,70
10-ročné UST	4,09	4,40	4,40	4,40
10-ročné rozpätie UST – Bund	144	165	160	155

PROGNÓZY PRE DEVÍZOVÝ TRH

	30. 10. 2025	4Q25	1Q26	2Q26
EUR – USD	1,16	1,20	1,20	1,21
USD – JPY	154	144	143	142
EUR – JPY	178	173	172	172
GBP – USD	1,32	1,33	1,32	1,32
EUR – GBP	0,88	0,90	0,91	0,92
USD – CNY	7,12	7,13	7,12	7,10
EUR – CNY	8,27	8,56	8,54	8,59

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	30. 10. 2025	Koniec roka 2025	Polovica roka 2026
Ropa			
Brent USD/barel	64,5	65	62,5
Akcie			
Euro STOXX 50	5 690	5 750	5 900
STOXX Europe 600	574	580	600
DAX	24 028	25 000	26 500
MSCI Taliansko	112	114	118
S&P 500	6 822	6 800	7 200
Nasdaq 100	23 581	26 000	27 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	73	95	90
iBoxx Banks Senior	67	95	87
iBoxx High Yield NFI	267	310	300

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

Podrobné tabuľky prognóz nájdete na nasledujúcich odkazoch:

[Ekonomika >](#) | [FI >](#) | [Devízový trh >](#) | [Rizikové aktíva >](#)



Vývoj vybraných indexov finančného trhu

Od	29. 10. 20	29. 10. 21	29. 10. 22	29. 10. 23	29. 10. 24	29. 10. 20	1. 1. 25
Do	29. 10. 21	29. 10. 22	29. 10. 23	29. 10. 24	29. 10. 25	29. 10. 25	29. 10. 25

INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI Svet (v USD)	39,5	– 17,8	10,6	37,4	21,1	111,5	21,1
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	15,6	– 31,6	10,3	26,9	28,1	45,8	35,0
MSCI USA (v USD)	41,4	– 15,7	9,9	42,4	20,1	123,3	18,5
MSCI Európa (v EUR)	42,9	– 9,4	8,5	23,6	14,4	98,7	16,6
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	15,6	– 29,8	13,4	26,5	26,0	49,8	29,6
STOXX Europe 600 (v EUR)	42,9	– 10,8	8,2	24,1	14,8	96,5	16,8
DAX 40 (Nemecko v EUR)	35,3	– 15,6	11,2	32,4	23,9	108,7	21,2
MSCI Taliansko (v EUR)	53,2	– 10,9	27,2	35,6	30,1	207,1	32,0
ATX (Rakúsko, v EUR)	87,8	– 18,5	9,6	23,7	36,2	182,4	33,5
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	30,5	– 8,8	– 0,5	20,4	5,0	49,1	9,6
S&P 500 (USA, v USD)	41,2	– 13,8	10,0	42,0	19,7	126,9	18,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	25,9	– 3,9	15,8	29,0	34,5	141,4	31,0
CSI 300 (Čína, v juanoch)	4,7	– 25,6	0,6	12,8	24,3	13,2	23,7

INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

Štátne dlhopisy USA 10 r. (v USD)	– 3,9	– 17,5	– 3,5	9,1	6,2	– 11,7	7,7
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	– 4,7	– 17,4	– 4,1	6,7	0,5	– 17,8	0,3
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	– 3,4	– 16,4	– 3,4	8,3	1,9	– 12,5	1,3
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	0,0	– 15,2	3,2	9,4	4,3	0,5	3,5

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

Štátne dlhopisy USA 10 r. (v USD)	72	244	89	– 61	– 21	327	– 52
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	54	224	82	– 45	25	321	22
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	44	240	91	– 67	18	309	18
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	18	370	27	– 118	– 13	269	– 11

VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)

Americký dolár (EUR – USD)	– 0,5	– 14,2	5,0	1,6	8,0	– 0,8	12,0
Britská libra (EUR – GBP)	– 6,6	2,1	0,3	– 5,0	6,1	– 2,9	6,2
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	– 0,7	– 6,9	– 4,5	– 2,0	– 1,0	– 13,2	– 1,4
Japonský jen (EUR – JPY)	8,6	11,5	7,3	4,3	6,9	44,7	8,6

KOMODITY (ZMENA V %)

Komoditný index (GSCI, v USD)	– 5,5	– 9,4	19,4	37,8	42,3	104,7	50,0
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	42,1	– 17,8	– 2,5	13,6	11,1	50,6	17,8
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	– 5,1	– 8,9	19,1	38,5	44,4	112,4	52,3
Ropa (Brent, v USD za barel)	122,9	13,6	– 6,7	– 21,5	– 8,6	65,5	– 13,2

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 29. októbru 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 takisto vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu.





UniCredit S.p.A.
Investment Institute
UniCredit



Adresa
Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Miláno



E-mail
the-investment-institute@unicredit.eu
Online
www.the-investment-institute.unicredit.eu

VEDENIE INŠTITÚTU

Manuela D'Onofriová,
predsedníčka

Fabio Petti, podpredseda

Edoardo Campanella,
riaditeľ a šéfredaktor

AUTORI NÁZOROV

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

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

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 Vernazza

Carolina Wiskemannová

VEDÚCI REDAKTORI

Chiara Silvestreová

Christian Stocker

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 takisto 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 kolísť 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, novínok, informácií, obrázkov, grafiky, náčrtov, 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 30. októbru 2025.