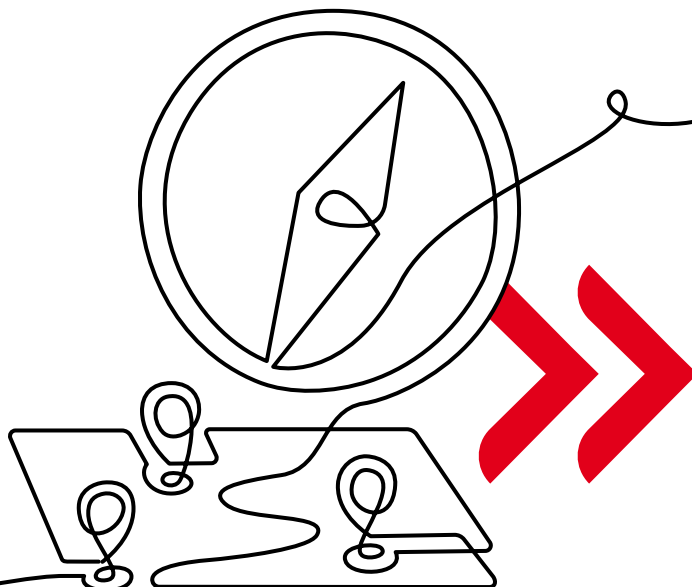


Kompas Prehľad

18. 9. 2025



FED pod tlakom

August je pre finančné trhy zvyčajne búrlivým mesiacom. Mnohé finančné krízy – od ruskej krízy v roku 1998 a krízy rizikových úverov v roku 2007 až po krízu štátneho dlhu v eurozóne v roku 2011 a krach na čínskom akciovom trhu v roku 2015 – sa začali na vrchole letného útlmu, keď je likvidita mimoriadne nízka. Tento rok však napriek mnohým frontom, ktoré otvorila Trumpova administratíva, prešiel august bez väčších trhových otrasov. Trhy oslavovali zmiernenie obchodného napätia medzi USA a niektorými ich kľúčovými obchodnými partnermi, ako aj (vtedy zanedbávané) vyhliadky na rýchle vyriešenie konfliktu na Ukrajine.

September priniesol vysokú mieru neistoty. Úrokové sadzby dlhodobých štátnych dlhopisov na hlavných trhoch rastú. Na trhy pôsobí snaha Bieleho domu získať väčšiu kontrolu nad predstavenstvom FED-u, politická nestabilita vo Francúzsku a Japonsku a veľmi neisté makroekonomické prostredie v Spojenom kráľovstve. K tomu sa pridáva čoraz užšia spolupráca medzi autoritárskymi režimami (Čína a Rusko).

Podľa nášho názoru je najbezprostrednejším a najzávažnejším zdrojom obáv pre trhy budúcnosť FED-u. Biely dom sa otvorene snaží zmeniť centrálnu banku z technokratickej inštitúcie na čisto politického aktéra tým, že preberá plnú kontrolu nad FOMC, ktorý stanovuje sadzby.

Vzhľadom na právne problémy, ktorým môže americký prezident Donald Trump čeliť pri realizácii svojej stratégie, náš základný scenár zahŕňa určité politické zásahy do menových záležitostí FED-u, ale nie úplnú politizáciu centrálnej banky. Po tom, čo sa do rady FED-u dostal Stephen Miran, architekt Trumpovej hospodárskej politiky, sa tón diskusie v rámci FOMC môže stať politickejší.

V tomto vydaní Compass Checkpoint sa zamýšľame nad tým, čo by sa mohlo stať, keby Trump prevzal plnú kontrolu nad FED-om a prinútil ho znížiť sadzby o 300 bázičných bodov. Čím vyššia je miera politizácie FED-u, tým vyššie je riziko, že investori budú USA považovať za rozvíjajúcu sa ekonomiku – výnosy dlhopisov budú rásť a kurz USD klesať. Pokiaľ ide o akciové trhy, výsledok bude neistejší. ECB sa medzitým ocitne v nepríjemnej situácii, najmä keď si bude musieť poradiť s posilňujúcou sa menou. Politizáciu FED-u považujeme za scenár na okraji záujmu, ktorý však stojí za to preskúmať, aby sme boli pripravení na každých okolností.

Manuela D'Onofriová
predsedníčka
Investment Institute

Fabio Petti
podpredseda
Investment Institute

Edoardo Campanella
riaditeľ a hlavný redaktor
Investment Institute

POHĽADY CIO 2

Alokácia aktív

GLOBÁLNE PRÍBEHY 3

Predmet 1:

Čo ak sa zvýši politický tlak na FED?

PRÍBEHY Z TRHU 6

Čo sa deje na trhu?

- Akcie
- Pevný príjem
- Devízový trh
- Komodity

Predmet 2:

Obnova Ukrajiny:
investičné príležitosti

TABUĽKY S PROGNÓZAMI 16



Pohľady CIO

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

Trhové prostredie – a v súlade s ním aj náš investičný postoj – charakterizuje napätie medzi tlmenejšími vyhlídkami v najbližšom období a konštruktívnejším výhľadom v strednodobom až dlhodobom horizonte. V nasledujúcich niekoľkých štvrťrokoch sa súčasné spomalenie hospodárskej aktivity v USA obráti a hospodársky rast USA sa pravdepodobne opäť zrýchli. Hospodárstvo eurozóny sa v budúcom roku opäť rozbehne aj vďaka rastúcim investíciám a fiškálnym stimulom, najmä zo strany Nemecka. To sa odráža v očakávaniach silného rastu ziskov amerických a európskych spoločností v nadchádzajúcom roku.

V najbližšom období však na trhy naďalej doliehajú riziká. Spomalenie americkej ekonomiky už ovplyvňuje americký trh práce, čo podnietilo FED k opätovnému spusteniu cyklu znižovania sadzieb. K tomu sa pridružujú vplyvy obchodnej vojny na infláciu v USA a rastúci federálny deficit. V Európe zatiaľ na krátkodobý sentiment vplyvajú dôsledky podstatne vyšších ciel v USA a politická a fiškálna neistota vo Francúzsku. Okrem toho, keďže ECB sa pravdepodobne blíži ku koncu cyklu znižovania sadzieb, pozitívne impulzy pre dlhopisové a akciové trhy vyplývajúce z menovej politiky slabnú.

V tomto prostredí znižujeme expozíciu voči dlhopisom a odporúčame skrátiť duráciu presunom expozície z dlhopisov (z nadváženia na neutrálnu) na peňažné trhy (z podváženia na neutrálnu). Európske podnikové dlhopisy sa stále javia ako zdravé na základe solídnych úverových profilov, ale teraz máme pre túto triedu aktív neutrálnu odporúčanú (z nadváženia) a pre európske štátne dlhopisy dokonca znižujeme naše odporúčanie na podcenenie z dôvodu nášho opatrnejšieho postoja k fixným príjmom. Stále však vidíme hodnotu v dlhu EM, ktorému ponechávame odporúčanie precenenia.

Pokiaľ ide o meny, potvrdzujeme náš opatrný postoj k americkému doláru, aby sme zvládli potenciálne riziko väčšej politizácie a menšej nezávislosti FED-u. Pokiaľ ide o akcie, ponechávame si neutrálny postoj, pretože si myslíme, že je ešte príliš skoro na to, aby sme vzhľadom na rôzne rizikové faktory zmenili postoj na precenenie. Tento neutrálny postoj však ponúka veľkú flexibilitu pri riešení potenciálnych výkyvov na trhu: môžeme využiť obdobia slabého trhu na vytvorenie expozície voči sektorom a menám s dobrými vyhlídkami.

ALOKÁCIA AKTÍV

NÁŠ INVESTIČNÝ POHĽAD NA TRIEDY AKTÍV

	PODVÁŽENIE	NEUTRÁLNE	NADVÁŽENIE
Globálne kmeňové akcie		●	
Kmeňové akcie USA		●	
Európske kmeňové akcie		●	
Kmeňové akcie Tichomoria (rozvinuté trhy ¹⁾)		●	
Kmeňové akcie rozvíjajúcich sa trhov		●	
Globálne dlhopisy		●	
Štátne dlhopisy (EMU)	●		
Štátne dlhopisy (N-EMU)	●		
Podnikové dlhopisy (investičného stupňa, denominované v EUR)		●	
Podnikové dlhopisy (vysoko výnosové)	●		
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 Aktualizácia cieľ USA

Americká administratíva bola v posledných týždňoch zaneprázdnená uzatváraním obchodných dohôd so svojimi partnermi. Tieto dohody stále ponechávajú americké clá oveľa vyššie, ako boli na začiatku roka (v priemere o 15 percentuálnych bodov vyššie, na základe obchodných podielov na rok 2024), ale o niečo nižšie ako „recipročné“ clá oznámené začiatkom apríla. Tieto dohody znížili mieru neistoty v obchodnej politike. Väčšina Trumpových cieľ (tie, ktoré boli zavedené na základe zákona o medzinárodných mimoriadnych hospodárskych právomociach, IEEPA) je však teraz spochybnená po tom, ako ich 29. augusta americký federálny odvolací súd označil za nezákonné. Prípado sa teraz bude zaoberať Najvyšší súd. Ak by rozhodol proti použitiu IEEPA na zavedenie rozsiahlych cieľ, vláda USA by mohla byť zodpovedná za vrátenie už zaplatených cieľ dovozom z USA. Prezident Trump má ďalšie výkonné právomoci, ktoré môže využiť na zavedenie cieľ (vrátane článku 232 zákona o rozšírení obchodu z roku 1962 a článku 301 zákona o obchode z roku 1974). Hoci tieto orgány majú svoje obmedzenia, očakávame, že vyššie sadzby budú pretrvávať.

2 Fiškálne výzvy Spojeného kráľovstva

Vláda Spojeného kráľovstva oznámila, že jesenný rozpočet predstaví 26. novembra. Načasovanie je čo najneskoršie v nádeji, že výnosy dlhodobých dlhopisov, ktoré v súčasnosti dosahujú 5,5 %, dovedy klesnú. Nárast výnosov dlhodobých dlhopisov zvýši náklady na obsluhu verejného dlhu (hoci zmierňujúcim faktorom je relatívne dlhá priemerná splatnosť verejného dlhu Spojeného kráľovstva) a vytlačí investície súkromného sektora. Odhady naznačujú, že ministerka financií Rachel Reevesová bude teraz musieť zvýšiť dane a znížiť výdavky až o 30 – 50 miliárd GBP (0,9 – 1,5 % HDP), ak chce dodržať svoje fiškálne pravidlá, aby do roku 2029 – 2030 dosiahla vyrovnaný bežný rozpočet (t. j. bez investícií) a aby do roku 2029 – 2030 klesol podiel čistého finančného dlhu na HDP (čisté finančné záväzky verejného sektora, v súčasnosti 83,9 % HDP). Investori budú sledovať, či Reevesová dokáže nájsť dôveryhodné opatrenia, ktoré by to umožnili bez toho, aby sa zadusilo hospodárstvo.

3 Francúzska politická kríza

Politická kríza vyvolaná rozpustením francúzskeho Národného zhromaždenia v roku 2024 sa ešte zhoršila, keď odchádzajúci premiér François Bayrou pred začiatkom rokovaní o rozpočte na rok 2026 zvolal predvídateľne neúspešné hlasovanie o dôvere. Pokusy prezidenta Emmanuela Macrona spojiť umiernené stredopravé a stredolavé strany výrazne zlyhali, čo v podmienkach rastúcej politickej polarizácie zaťažuje francúzske inštitúcie. Novovymenovaný premiér Sébastien Lecornu, blízky Macronov spojenec, stojí pred neľahkou úlohou dosiahnuť konsenzus o rozpočte, čo si môže vyžadovať ústupky opozičným stranám, ktoré by mohli oslabiť Macronove reformy a ambície v oblasti fiškálnej konsolidácie. Aj keby sa Lecornuovi podarilo zabezpečiť rozpočet (čo nie je náš základný scenár), legitimita jeho vlády, ktorá nemá podporu ľudového mandátu, by obmedzila jej manévrovací priestor, zatiaľ čo frustrácia verejnosti – prejavujúca sa protestmi na kruhových objazdoch – by pravdepodobne pretrvávala. Patovú situáciu by mohli prelomiť len nové parlamentné voľby podľa reformovaného, proporcionálnejšieho systému, ak Macron akceptuje ich výsledok.



Čo ak sa zvýši politický tlak na FED

Autor: Edoardo Campanella, Francesco Maria Di Bella, Roberto Mialich,
Christian Stocker, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

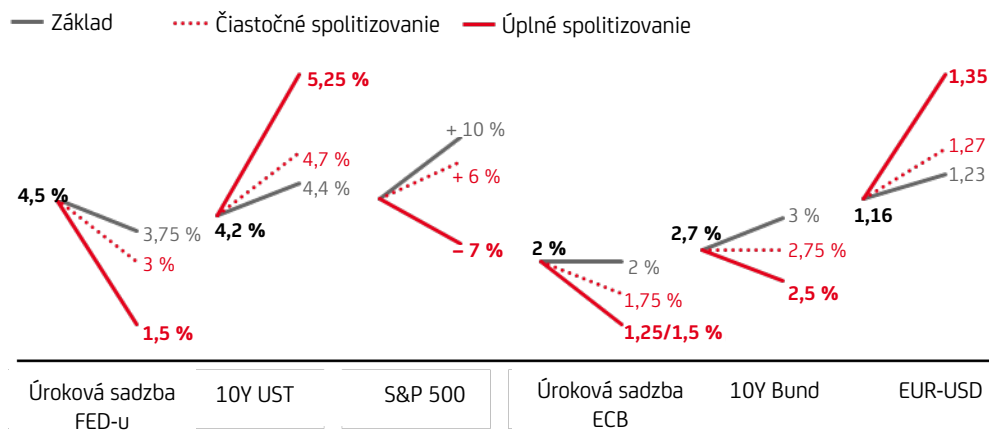
Trumpova administratíva zintenzívnila svoj boj proti FED-u. Už sa neusiluje len o funkciu predsedu centrálnej banky – tá sa aj tak uvoľní v máji budúceho roka. V súčasnosti sa snaží pretvoriť celý rozhodovací orgán. Odvolanie guvernéry FED-u Lisy Cookovej (ktoré je predmetom súdneho konania) by v prípade potvrdenia dalo Bielemu domu v Rade guvernérov FED-u **väčšinu 4 : 3**, ktorá je potrebná na výber regionálnych prezidentov FED-u vo februári a na doplnenie FOMC (zodpovedného za stanovenie sadzieb) miernejšími hlasmi. Tento krok by mal oveľa väčší význam ako nahradenie Jeroma Powella nakloneným predsedom. Znamená to, že z FED-u sa stane politický aktér.

Aby sme lepšie pochopili potenciálne dôsledky politizácie FED-u, pozrieme sa na **tri scenáre**, pričom každý z nich sa vyznačuje rôznym stupňom politického zasahovania. Tu je popis každého z nich:

1. Základný scenár: Ekonomické údaje v USA v posledných mesiacoch oslabili, najmä pokiaľ ide o trh práce. Nezamestnanosť sa však stále blíži k 4 %, finančné podmienky sa zmiernili a inflačné tlaky zostali zvýšené a v dôsledku ciel sa budú ďalej zvyšovať. Preto v tomto scenári, ktorý predpokladá, že Trumpova administratíva nebude schopná prevziať väčšinu FOMC a prevládnu makroekonomické argumenty, očakávame, že FED v tomto roku zníži sadzby o 25 bázických bodov na 4 % a v roku 2026 o 25 bázických bodov na 3,75 %.
2. Scenár čiastočnej politizácie: Keďže Biely dom má silnejšiu kontrolu nad centrálnou bankou, FED do konca budúceho roka zníži sadzby na 3 %. Na tejto úrovni by sa sadzba federálnych fondov nachádzala na svojej neutrálnej úrovni. To by bolo v súlade s tým, čo trhy v súčasnosti oceňujú, hoci očakávania investorov sa zdajú byť v súlade skôr s výraznejším zhoršením hospodárskych údajov než s politizáciou centrálnej banky.
3. Scenár úplnej politizácie: FED zníži sadzby na 1,5 % v súlade s tým, čo presadzoval Trump, s možným opätovným spustením QE. Takýto krok by nebol odôvodnený ekonomickými základmi, ale odrážal by zámer Trumpovej administratívy uvoľniť finančné podmienky s cieľom stimulovať rast a financovať rozpočtový deficit USA.

GRAF 1.1: VPLYV SPOLITIZOVANÉHO FED-U NA TRH

SADZBY CENTRÁLNYCH BÁNK A POHYBY TRHU V NAŠICH TROCH SCENÁROCH, TERAZ VS. 4Q26



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

V našom základnom scenári **ECB** ponecháva depozitnú sadzbu na úrovni 2 %, keďže riziká spojené s výhľadom inflácie a odolný hospodársky výhľad obmedzujú priestor na ďalšie uvoľňovanie. V scenári čiastočnej politizácie ECB do konca budúceho roka zníži depozitnú sadzbu, aby zabránila nadmernému zhodnocovaniu spoločnej meny, čo by viedlo k sprísneniu finančných podmienok. Masívne uvoľňovanie FED-u a pravdepodobné turbulencie na trhu, ktoré sme si odhadovali v treťom scenári, by si vyžadovali zásah ECB znížením sadzieb. V takom prípade by sme očakávali, že do konca roka 2026 bude depozitná sadzba na úrovni 1,50 – 1,75 %.

V rámci **FX** očakávame oslabenie USD s pribúdajúcimi dôkazmi o politizácii FED-u. náš základný scenár FED-u zostáva menej agresívny, než ako ho ocenili trhy. Tým by sa obmedzil priestor pre trvalejšie zotavenie sa EUR-USD, ktoré teraz vidíme na úrovni 1,23 do konca roka 2026. Napriek nižšej intenzite uvoľňovania zo strany FED-u je mierne znehodnotenie zelenej bankovky, ktoré očakávame, spôsobené aj neustálym zhoršovaním dôvery investorov v USD ako bezpečnú menu. V scenári, v ktorom FED zníži úrokové sadzby na 3 %, očakávame, že EUR-USD do konca roka 2026 vzrastie na 1,27. Scenár úplnej politizácie by sa vnímal ako určitý druh kapitulácie FED-u pred diktátom Trumpovej administratívy. V takomto scenári, aj keby ECB reagovala dvoma alebo tromi zníženiami sadzieb, by podľa nášho názoru EUR-USD vzrástol k úrovni 1,35, čo je jeho najvyššia úroveň od septembra 2014.

Pokiaľ ide o trhy **štátnych dlhopisov**, ak FED do konca roka 2026 zníži úrokové sadzby o 75 bázických bodov, ako predpokladá náš základný scenár, výnosy krátkodobých UST pravdepodobne zostanú na približne týchto úrovniach. Na druhej strane výnosy dlhších splatností pravdepodobne porastú v dôsledku rozsiahlej emisie. Očakávame, že výnos 10Y UST vzrastie na 4,4 % a spread 2/10Y sa do decembra 2026 zvýši na 80 bázických bodov. Vlády eurozóny budú v tomto scenári ovplyvnené len málo, pričom výnosy 10-ročných Bundov sa pravdepodobne posunú na úroveň 3 %, a to vďaka fiškálnej expanzii a zlepšujúcemu sa hospodárskemu vývoju v Nemecku. V druhom scenári očakávame pokles krátkodobých výnosov, keďže by zostali ukotvené na úrovni kľúčovej sadzby. Uvoľnenejšia menová politika by podnecovala inflačné tlaky, čím by sa zvýšili inflačné tlaky na trhu.

To by posunulo nominálne výnosy s dlhšou splatnosťou vyššie, keďže investori sa snažia zachovať reálnu hodnotu svojich investícií. V tomto scenári sa domnievame, že výnos 10Y UST sa posunie na 4,7 % a spread 2/10Y UST na 150 bázických bodov. Na druhej strane, zo zníženia sadzieb ECB by profitovali EGB, pričom výnos 10Y Bundov by zostal na úrovni 2,75 %. V prípade masívneho uvoľňovania zo strany FED-u by inflačné očakávania masívne vzrástli, čo by posunulo výnos 10Y UST nad 5 % a spread 2/10Y UST na 350 bázických bodov. Takýto krok, ktorý by bol čiastočne neutralizovaný opätovným spustením QE, by bol podporený aj klesajúcou dôverou v americké inštitúcie, čo by zasa zvýhodnilo EGB. V tomto scenári skutočne očakávame, že výnos 10Y Bundov klesne na 2,5 %.

V našom základnom scenári máme konštruktívny pohľad na **akciové trhy** vzhľadom na vysoké zisky podnikov (najmä v technologickom a komunikačnom sektore), vysokú produktivitu, fiškálnu podporu a jednoduchšiu menovú politiku. V tomto prípade očakávame, že index S&P 500 vzrastie do polovice roka 2026 približne o 10 %. Ak by FED znížil sadzby o 150 bázických bodov, počiatočná reakcia akcií by bola pravdepodobne pozitívna, najmä v investične náročných sektoroch. Z dlhodobejšieho hľadiska by však vyššie výnosy vytvárali tlak na znížovanie ocenenia, na ktoré by mala negatívny vplyv aj štrukturálne vyššia volatilita na finančných trhoch. V tomto scenári by výkonnosť amerických akcií bola stále pozitívna, ale nižšia. V scenári úplnej politizácie by nižšie ako neutrálne sadzby a slabý USD spočiatku zvýšili výkonnosť akcií. Táto reakcia by však bola veľmi krátkodobá, keďže podľa nášho názoru by prevládala slabšia dôvera investorov v americké aktíva, čo by zahraničných investorov odradilo od ich nákupu. Historické dôkazy ukazujú, že nedostatočná nezávislosť centrálnej banky je zvyčajne spojená s vyššími rizikovými prirážkami za akcie.





Vývoj na trhu

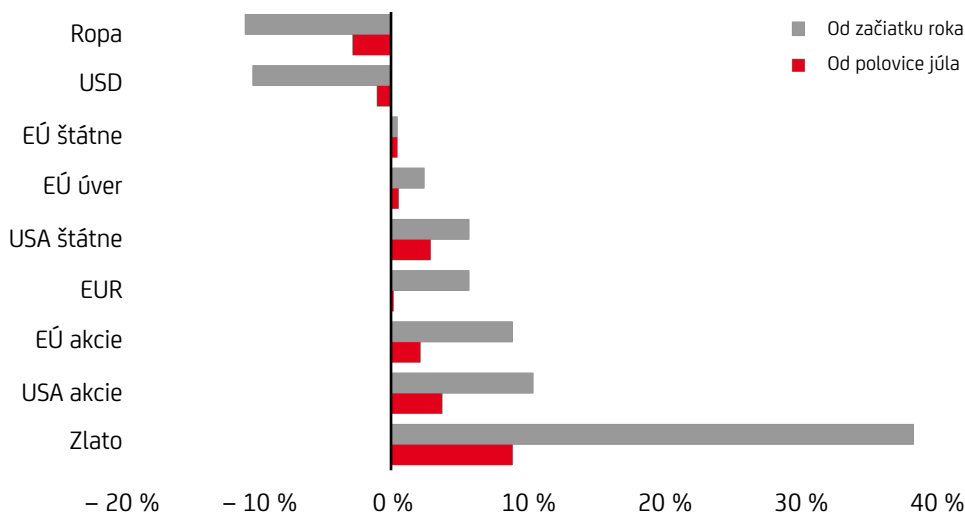
Autori: Luca Cazzulani, Francesco Maria Di Bella, Stefan Kolek,
Roberto Mialich, Christian Stocker, Michael Teig

Šum...

Americký prezident Donald Trump sa naďalej vyjadruje k menovej politike FED-u, čoho príkladom je jeho pokus o odvolanie členky predstavenstva FED-u Lisy Cookovej. Politický tlak na uvoľnenie politiky spolu s oslabením trhu práce podporili očakávania zníženia sadzieb a posunuli výnosy UST nižšie, pričom výnos 10Y UST sa teraz blíži k 4 %. Americký dolár stratil pôdu pod nohami, pričom EUR-USD vzrástol nad 1,17. Na druhej strane, štátne dlhopisy eurozóny boli pomerne stabilné, pričom francúzske cenné papiere dosahovali slabšie výsledky v dôsledku domácej politickej neistoty. Akciové trhy boli počas leta volatilné, ale v porovnaní s obdobím pred dvoch mesiacov sa im podarilo mierne vzrásť, najmä v USA. Dopyt po zlate zostáva vysoký.

GRAF 2.1: POSLEDNÉ DVA MESIACE POTVRDZUJÚ TOHTOROČNÉ TRENDY

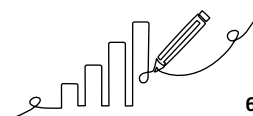
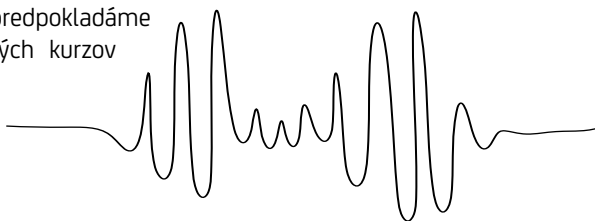
ZMENY CENY



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

... a signál

Očakávania investorov týkajúce sa uvoľňovania FED-u sú podľa nášho názoru príliš optimistické, čo robí UST po ich nedávnom zotavení zraniteľnými. V prostredí stabilných menovopolitických sadzieb v eurozóne sa podľa nášho názoru budú EGB obchodovať do strany a vidíme obmedzený priestor na ďalšie sprísňovanie úverových spreadov. Očakávame, že akciové trhy zostanú volatilné v dôsledku zvýšenej ekonomickej a geopolitickej neistoty. Vidíme väčší potenciál rastu pre americké ako európske akciové trhy, keďže v USA predpokladáme solídnejší rast ziskov. V oblasti devízových kurzov očakávame, že americký dolár bude naďalej strácať pozície voči ostatným menám. Pokiaľ ide o komoditné trhy, ceny ropy sa vzhľadom na agresívnu stratégiu dodávok OPEC+ pravdepodobne v zásade stabilizujú na súčasnej úrovni, zatiaľ čo ceny zlata budú pravdepodobne klesať.



Akcie

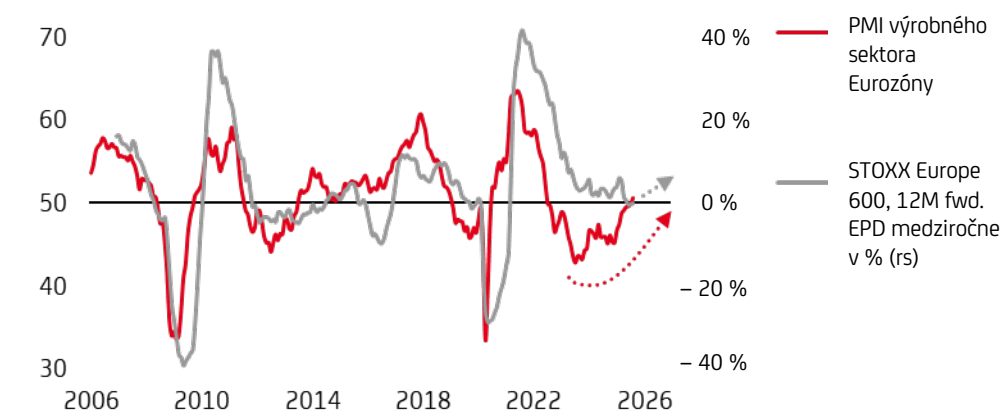
V najbližších mesiacoch sa pravdepodobne neobjaví stabilný trend

Aktiové trhy v USA zažili letný vzostup, keď hlavné indexy, ako napríklad S&P 500, vzrástli v období od júla do augusta o takmer 5 % a na pozadí dobrých správ o príjmoch spoločností ziskový rast ešte rozšírili. Index S&P 500 dosiahol 11. septembra nové historické maximum. Dobrú výkonnosť amerického akciového trhu sprevádzali vysoké zisky podnikov, najmä v technologickom a komunikačnom sektore, kde 82 % spoločností z indexu S&P 500 v roku 2025 prekonal odhady zisku. USA naďalej ťažia z vysokej produktivity a dynamického technologického sektora, ktorý je poháňaný kapitálovými výdavkami súvisiacimi s umelou inteligenciou. **Ocenenie je zvýšené**, ale nie extrémne. Päť najväčších akcií v indexe S&P 500 sa obchoduje s pomerom cena/zisk (P/E) na úrovni 28, v porovnaní so 40 počas vrcholu dosiahnutého v roku 2021 a nad 50 počas vrcholu spojeného s technologickou bublinou na začiatku roka 2000.

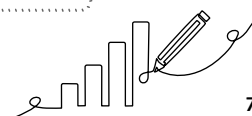
V Európe od mája prevláda obchodovanie v obmedzenom rozsahu, hoci ceny akcií na tamajších trhoch sú len mierne pod historickými maximami, čo je odrazom slabších hospodárskych výsledkov (konsenzuálne odhady predpokladajú rast zisku na akciu v roku 2025 o – 2 % oproti + 8 % na začiatku roka), obáv z cieľ a úrovni ocenenia, ktoré už nie sú lacné. Napriek tomu očakávame ďalší rast európskych akcií v dôsledku kombinácie zlepšujúceho sa hospodárskeho rastu v Európe a vrátenia značného objemu hotovosti akcionárom, k čomu by mali prispieť aj oblasti rastu, najmä v oblasti kapitálových výdavkov a fiškálnej infraštruktúry. Rast však bude pravdepodobne obmedzený výrazným vplyvom slabého USD na agregovaný zisk na akciu a pokračujúcou slabosťou medzinárodne exponovaných mien. Očakávame, že domáce spoločnosti s malou a strednou trhovou kapitalizáciou budú dosahovať lepšie výsledky ako ich kolegovia s veľkou trhovou kapitalizáciou.

Pri pohľade do 4. štvrťroka 2025 očakávame, že **priaznivé vplyvy v USA** vyplývajúce z pokračujúceho hospodárskeho rastu, klesajúcich úrokových sadzieb a zdravého rastu ziskov budú zmiernené nepriaznivými vplyvmi vyplývajúcimi z vysokých ocenení a (geo)politických rizík. **V Európe** zostane rast zisku mierny, ako tomu bolo za posledný rok a pol (pozri graf nižšie). Keďže výkonnosť európskych akciových trhov v tomto roku bola poháňaná výlučne očakávaniami zlepšenia hospodárskeho výhľadu Európy, čo sa prejavilo vo väčšom náraste ocenenia spoločností v porovnaní s cenami akcií, zisky podnikov budú musieť opäť začať dynamickejšie rásť, aby európske akciové trhy mohli pokračovať v raste. Na budúci rok predpokladáme rast zisku na akciu o 8 %, ktorý bude podporený silnejším európskym HDP, hoci pretrvávajúci slabý americký dolár bude pravdepodobne zaťažovať spoločnosti orientované na vývoz. Uprednostňujeme témy domáceho dopytu v Európe a naďalej prevažujeme finančné firmy, maloobchodníkov, stavebné firmy, telekomunikácie a verejné služby.

GRAF 2.2: EURÓPSKE PRÍJMY PRAVDEPODOBNE ZÍSKAJÚ DYNAMIKU DO ROKU 2026
ZISKY EURÓPSKÝCH SPOLOČNOSTÍ SA ZVÝŠIA VĎAKA VYŠŠIEMU HDP



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit



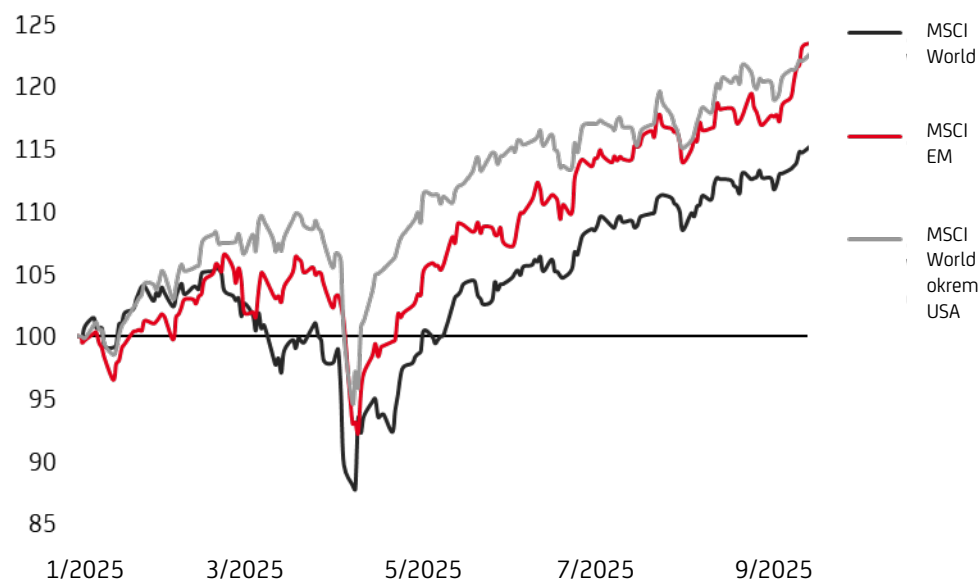
Hoci **očakávame, že nestabilné prostredie na akciových trhoch bude pretrvávať**, máme konštruktívny pohľad na akciové trhy v horizonte 12 mesiacov. Náš cieľ pre index S&P 500 na polovicu roka 2026 je 7 100 bodov a pre index Euro STOXX 50 očakávame dosiahnutie 5 750 bodov (ďalšie ciele indexov nájdete v tabuľke prognóz rizikových aktív na strane 17).

Na základe nedávnych údajov o výkonnosti a aktuálnych ekonomických prognóz sa zdá, že **akcie rozvíjajúcich sa trhov (EM)** majú dobrú pozíciu na to, aby aj naďalej dosahovali lepšie výsledky ako ich náprotivky z rozvinutých trhov (DM), a to prinajmenšom do konca roka 2025 a do roku 2026. Do polovice septembra vzrástol index MSCI EM o takmer 25 %, čo je jasný náskok pred indexom MSCI World (ktorý sleduje akcie DM), ktorý vzrástol približne o 15 %, čo znamená obrat po viac ako desaťročí dominancie DM pod vedením USA, ktorá bola spôsobená najmä slabým USD.

Takáto pozitívna dynamika EM vyplýva z viacerých podporných faktorov, hoci to nie je bez rizík. Hoci je ich nastavenie priaznivé, akcie EM nie sú imúnne voči problémom. Rast by sa mohol spomaliť viac, ako sa očakávalo, ak sa obchodné napätie opäť vypukne. Problémy Číny s nehnuteľnosťami a geopolitické riziká pretrvávajú a prudký odraz dolára (ktorý nie je našou základnou líniou) by mohol vyvolať volatilitu. Okrem toho, hoci akcie EM celkovo viedli, vykázali podobnú výkonnosť ako akcie DM, ak sa z nich vylúčia americké akcie (index MSCI World excl. US). To naznačuje, že výhody diverzifikácie portfólia presahujúce rámec zahrnutia akcií EM sú vo všeobecnosti široké.

Akcie EM majú vďaka solídnym základom, atraktívnemu oceneniu a pozitívnym vplyvom vyplývajúcim z politickej a menovej dynamiky silné predpoklady na to, aby v najbližšom období dosiahli lepšiu výkonnosť, hoci investori by mali sledovať vývoj v oblasti obchodu a zachovať selektívny prístup so zameraním na regióny a oblasti EM s vysokým rastom, ako sú India, Kórea a sektory vystavené technológiám.

GRAF 2.3: AKCIE EM V SILNEJ POZÍCII, ABY VYKÁZALI KRÁTKODOBÚ LEPŠIU VÝKONNOSŤ
POZITÍVNY IMPULZ PRE EM V ROKU 2025 (1. 1. 2025 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Cenné papiere s pevným výnosom

Štátne dlhopisy

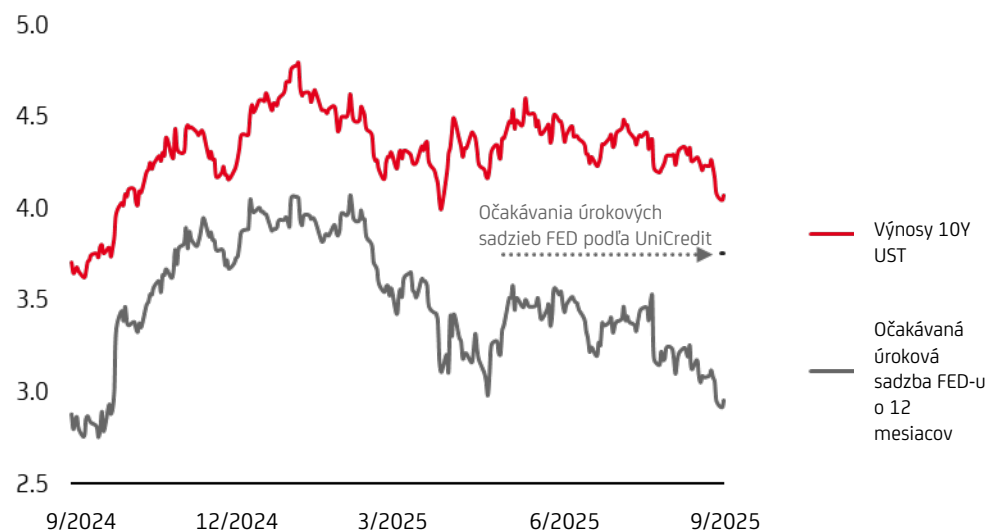
Politický a hospodársky vývoj v USA bol v poslednom období dôležitým faktorom, ktorý ovplyvňoval globálne trhy s pevným výnosom. **Výnosy dlhopisov UST klesli** v reakcii na zhoršujúce sa ekonomické údaje a rastúce očakávania uvoľňovania zo strany FED-u. Po tom, čo predseda FED-u Jerome Powell na sympóziu o hospodárskej politike v Jackson Hole prvýkrát naznačil zníženie sadzieb, sa očakávania zníženia sadzieb FED-u zvýšili po tom, ako nedávne údaje poukázali na zhoršenie situácie na americkom trhu práce. V súčasnosti forwardy amerického peňažného trhu predpokladajú približne šesť znížení sadzieb do konca roka 2026. Tým by sa sadzba federálnych fondov dostala na úroveň 3 %, ktorú FED označuje za neutrálnu. V tejto súvislosti výnos 10Y UST klesol na približne 4 %, čo je blízko tohtoročných miním. Pokles pravdepodobne podporili očakávania spomalenia hospodárskeho rastu. Vzhľadom na rôzne zdroje neistoty (fiškálna politika, inštitucionálny kontext, vývoj inflácie) považujeme túto úroveň za napätú.

Ak sa pozrieme na tvar krivky všeobecnejšie, rozpätie výnosov UST 2/10Y sa napriek výraznému poklesu výnosov 2Y príliš nezvýšilo a dostalo sa pod úroveň 3,50 %. Na druhej strane **spread 10/30Y** sa rozšíril na maximálnu hodnotu 70 bázických bodov, keďže investori sa zrejme naďalej obávajú podstupovať vysoké riziko durácie v podmienkach zvýšenej ekonomickej neistoty. Dôležité je, že slabosť na extra dlhom konci bola pozorovaná v niekoľkých iných krajinách ako USA, napríklad v Japonsku, Spojenom kráľovstve a Nemecku.

V eurozóne **výnos 10Y Bundov** vzrástol až na 2,70 % a očakávame, že dlhodobé výnosy jadrových EGB zostanú v nasledujúcich štvrtrokoch na postupne rastúcej ceste, keďže šance na ďalšie zníženie sadzieb ECB sú malé a investori sa čoraz viac zameriavajú na vývoj verejných financií. Vo Francúzsku sa politická situácia po nedávnom páde vlády zhoršila. Politická kríza vo Francúzsku sa do iných krajín zatiaľ preniesla len vo veľmi obmedzenej miere. To naznačuje, že investori začali viac pristupovať k rôznym emitentom individuálne. Rozpätie medzi 10Y BTP a Bundami zostalo blízko 80 bázických bodov, keďže talianske štátne dlhopisy naďalej profitovali z hľadania carry. Očakávame, že BTP zostanú do konca roka dobre podporované.

GRAF 2.4: VÝNOSY 10Y UST A OČAKÁVANIA FED-U

VÝNOSY 10Y UST SA BLÍŽIA K ROČNÝM MINIMÁM NAPRIEK VŠETKÝM FIŠKÁLNYM A POLITICKÝM NEISTOTÁM



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Podnikové úvery

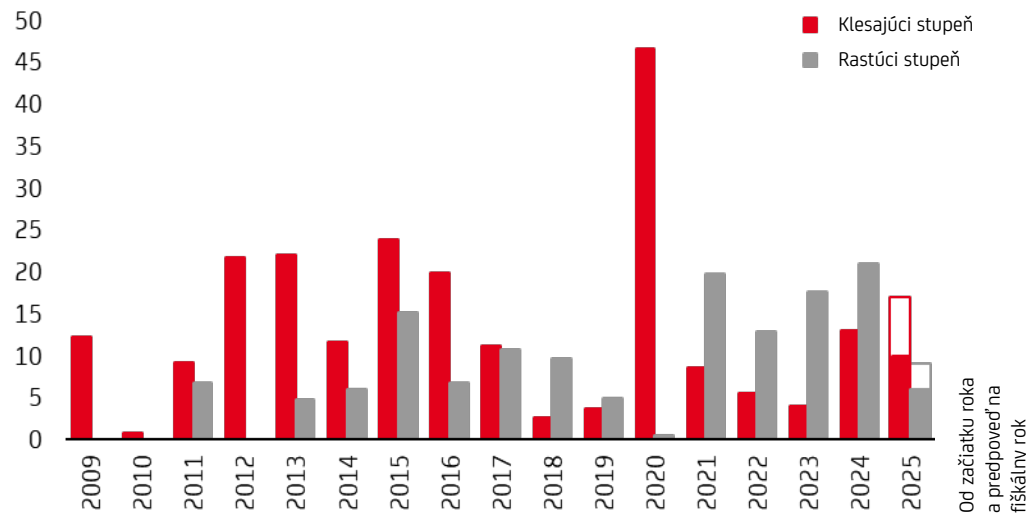
Európske podnikové úverové **rizikové prémie sa počas leta postupne zvyšovali** vo všetkých segmentoch iBoxx. Napriek tomu európske úvery priniesli od začiatku roka solídne výnosy (IG NFI 2,3 %, FIN 3,1 % a HY NFI 4,2 %) a z hľadiska výnosu a rizika zostávame pri tejto triede aktív aj naďalej konštruktívni. Väčšina dobrých správ je však už započítaná, zatiaľ čo náklady na financovanie sa stabilizovali a je nepravdepodobné, že by ďalej klesali, keďže vidíme, že ECB zostane v najbližších mesiacoch na vedľajšej koľaji. Hoci sú úverové základy vo všeobecnosti solídne, čo sa pravdepodobne potvrdí počas nadchádzajúcej výsledkovej sezóny v druhom štvrťroku, vybrané segmenty trhu vykazujú známky zhoršujúcej sa kvality úverov. Na jednej strane, ako ukazuje náš graf, objem dlhopisov s poklesom ratingu sa ďalej zvýšil a od začiatku roka dosiahol 10 miliárd EUR (najmä z odvetví automobilov a súčiastok, chemikálií, technológií a osobných potrieb a potrieb pre domácnosť), čo je najvyššia úroveň od roku 2020.

Očakávame, že do konca roka sa tento objem ďalej zvýši na 17 miliárd EUR. Na druhej strane, **spready nefinančných spoločností s ratingom CCC** sa blížila k úrovni 1 000 bazických bodov, čo poukazuje na napätie v najslabšom segmente trhu. Hoci tento segment predstavuje veľmi malú časť trhu – len 4 % nesplatených iBoxx HY NFI majú rating CCC – keďže priestor na ďalší pokles nákladov na financovanie je obmedzený, tento vývoj hovorí v prospech ďalšieho mierneho rozširovania indexu iBoxx HY NFI. Objem stúpajúcich hviezd zároveň v tomto roku stagnoval na úrovni približne 6 miliárd EUR a našu celoročnú prognózu znižujeme z 12 miliárd EUR na 8 až 10 miliárd EUR. Okrem toho nad trhom stále visí riziko politických udalostí. Bankové úvery podporuje naše očakávanie, že ECB ukončila cyklus znižovania a že strmšia výnosová krivka podporí ziskovosť transformácie splatnosti. Napriek tomu, keďže rozpätia bankových úverov sú na historicky najnižších úrovniach, považujeme za možné mierne rozšírenie rozpätia do konca roka v dôsledku politického rizika a potenciálnej volatility vládnych výnosov.

Celkovo vidíme miernu korekciu smerom nahor v IG aj HY spreadoch ku koncu roka. Napriek tomu je to kľúčový zdroj výnosov. Podrobnejšie informácie o našich prognózach úverového rozpätia podnikov nájdete v tabuľke rizikových aktív.

GRAF 2.5: IBOXX FALLEN ANGELS VS. VYCHÁDZAJÚCE HVIEZDY

OBJEM DLHOPISOV SO ZNÍŽENÝM RATINGOM SA ZRÝCHĽUJE VIAC AKO OBJEM VYCHÁDZAJÚCICH HVIEZD, EUR BN



Zdroj: S&P Global, Investment Institute UniCredit

MENOVÉ KURZY

Vyhliadky na uvoľnenie FED-u ponechávajú EUR-USD vo vzostupnom trende

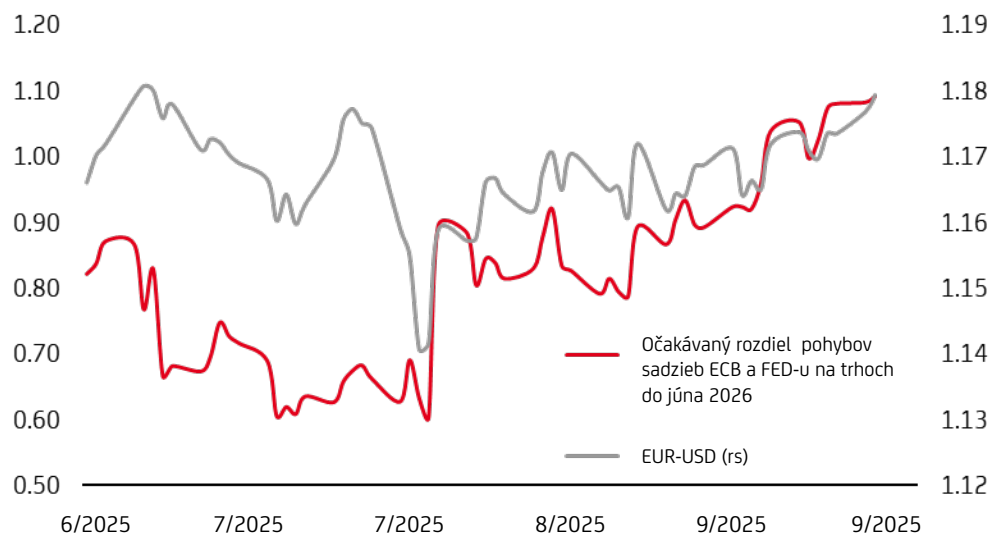
Na devízovom trhu získal EUR-USD novú podporu v dôsledku obnovených očakávaní zníženia sadzieb po augustovom prejave predsedu FED-u Jeroma Powella v Jackson Hole a nedávno zverejnených údajov o trhu práce v USA, ktoré boli veľmi slabé. Rally eura teraz prelomila hranicu 1,18, čo je v súlade s našimi prognózami na 3Q25, pričom politická neistota vo Francúzsku zatiaľ nemá vplyv.

Nasledujúci graf ukazuje rozdiel v dodatočnom uvoľnení ECB a FED-u implikovaný forwardovými sadzbami do júna 2026 a potvrdzuje, že očakávania týkajúce sa úrokových sadzieb zostávajú silným hnacím motorom tohto menového páru. Takmer stabilná depozitná sadzba ECB na úrovni 2,00 % v roku 2026 a uvoľnenie FED-u v hodnote viac ako 50 bázických bodov do 4. štvrťroka 25 a celkovo takmer 150 bázických bodov do 4. štvrťroka 26 sú už zahrnuté v cenách. To by pravdepodobne obmedzilo priestor na ďalšie udržateľné zotavenie páru EUR-USD, a to aj vzhľadom na náš základný scenár zníženia sadzieb v USA do júna 2026 len o 75 bázických bodov. Preto teraz očakávame, že EUR-USD bude v 4Q25 na úrovni 1,20 a v 4Q26 na úrovni 1,23.

Mnohí členovia ECB v poslednom čase vyjadrili obavy z nárastu kurzu eura voči doláru nad 1,20 vzhľadom na to, že by to okrem amerických ciel zaťažilo aj hospodárstvo eurozóny. Úrovně dosiahnuté počas letného obdobia však potvrdili, že akýkoľvek ústup EUR-USD zostáva pomerne obmedzený a nepredstavuje základ pre obrat trendu. Napr. koncom júla sa pár prepadol mierne pod 1,14 v dôsledku sklamaní trhu po dohode o clách, ktorú v Škótsku dosiahli americký prezident Donald Trump a predsedníčka Európskej komisie Ursula von der Leyenová, ale investori práve tento prepád vnímali ako ďalšiu príležitosť na nákupy pri poklese.

GRAF 2.6: OČAKÁVANIA TÝKAJÚCE SA ÚROKOVÝCH SADZIEB ZOSTÁVAJÚ KLÚČOVÝM FAKTOROM PRE EUR-USD

EUR-USD A OČAKÁVANIA TRHU V SÚVISLOSTI S ĎALŠÍM UVOĽŇOVANÍM ZO STRANY ECB A FED-U



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Komodity

Ropa

Cena ropy Brent sa naďalej pohybuje okolo 67 USD za barel, pričom ju dočasne podporujú geopolitické obavy vrátane nedávneho izraelského útoku v Katare a hrozieb amerických ciel zameraných na ruskú ropu. Napriek tomu tlmená reakcia trhu na tieto udalosti podčiarkuje pretrvávajúce obavy z nadmernej ponuky a slabého dopytu. Rast ponuky zo strany producentov mimo OPEC a mierne zvýšenie produkcie OPEC+ o 137 000 b/d od októbra poukazujú na postupné uvoľňovanie trhu. Globálny dopyt zároveň zostáva vlažný a zásoby sa zvyšujú.

V tejto súvislosti očakávame, že ropa Brent ukončí rok na úrovni blízko 65 USD za barel. Do konca roka 2026 by mohla ďalej klesať až na úroveň okolo 60 USD za barel, čo by bolo odrazom postupného poklesu, pričom riziká spojené s cenou by boli skôr na strane poklesu.

Zemný plyn

Európsky trh so zemným plynom čelil vážnym rizikám, keď vychádzal z pomerne chladnej zimy 2024 – 2025. Keďže zásoby boli v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi značne vyčerpané, EÚ musela v lete doviesť oveľa väčšie objemy ako od začiatku rusko-ukrajinského konfliktu. Stalo sa tak na pozadí rastúceho geopolitického napätia na Blízkom východe, ktoré hrozilo narušením globálnych tokov LNG a tvorby cien. Našťastie, toto napätie zostalo väčšinou pod kontrolou.

Okrem toho bol dopyt po LNG v Ázii v posledných mesiacoch slabý, keďže globálny makroekonomický rast sa oslabil a Čína dostáva viac plynu z Ruska. Napriek týmto výzvam sa ceny plynu TTF pohybovali v blízkosti tohtoročného minima v rozmedzí 31 – 35 €/MWh, zatiaľ čo európske zásoby do konca augusta takmer dosiahli stanovený cieľ 80 %.

Vzhľadom na tento zlepšený výhľad ponuky a dopytu sme znížili našu priemernú cieľovú cenu TTF na rok 2025 na 35 – 40 €/MWh z predchádzajúcich 40 – 45 €/MWh, čo znamená priemernú cenu okolo 33 €/MWh v 4Q25. Vzhľadom na veľké objemy nového LNG, ktoré majú prísť na trh v najbližšom období, sme tiež znížili našu prognózu cien na rok 2026 na 30 – 35 €/MWh z predchádzajúcich 35 – 40 €/MWh.

Zlato

Zlato v tomto roku pokračuje vo svojej pôsobivej výkonnosti. Od začiatku roka vzrástla cena zlata približne o 40 %. Tento nárast bol podporený slabým americkým dolárom, silným fyzickým dopytom zo strany centrálnych bánk a súkromných investorov a vyhladkou na ďalšie zníženie úrokových sadzieb zo strany FED-u. Okrem toho geopolitické riziká týkajúce sa obchodnej politiky USA a pokračujúce útoky na nezávislosť FED-u zo strany Trumpovej administratívy posilňujú postavenie zlata ako bezpečného aktíva. Keďže tieto priaznivé podmienky budú pravdepodobne pokračovať aj v druhej polovici tohto roka, zachováme náš mierne konštruktívny výhľad pre zlato. Po nedávnom zotavení však vidíme určitý potenciál pre krátkodobú korekciu. Preto sme zvýšili našu prognózu ceny zlata na 3 600 – 3 800 USD za uncu do konca roka 2025.

Obnova Ukrajiny: investičné príležitosti

Autor: Tullia Bucco, Stefan Kolek, Christian Stocker

Motivácia na mobilizáciu investícií na Ukrajine sa začala opäť zvyšovať v máji po tom, ako sa USA zaviazali podieľať sa na obnove krajiny podpísaním dohody medzi USA a Ukrajinou o mineráloch a poskytnúť „koordináciu“ bezpečnostných záruk po dosiahnutí mierového urovnania. Práve nedostatočná podpora zo strany americkej administratívy nakoniec prinútila jednu z najväčších investičných spoločností na svete, aby začiatkom tohto roka pozastavila rokovania s investormi o ukrajinskom investičnom fonde na obnovu.

Nedávne neúspešné pokusy o uzavretie prímeria, nehovoriac o mierovej dohode medzi Ukrajinou a Ruskom, neznižujú význam pokračovania rozhovorov a príprav zameraných na obnovu krajiny, aj keď nepriateľské akcie pretrvávajú. Prípady obnovy z minulosti poukazujú na to, že takáto práca je zdĺhavý a zložitý proces, ktorý si aj počas vojny vyžaduje významnú spoluprácu medzi prijímajúcimi krajinami a zahraničnými darcami s cieľom upevniť potrebné rámce a identifikovať dostatočne silné projekty na to, aby prilákali súkromné financovanie.

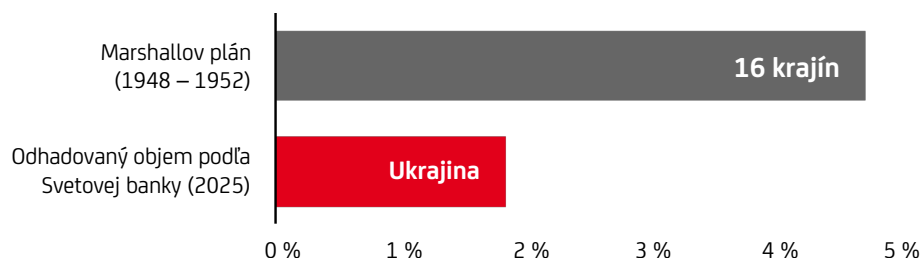
Koľko peňazí je potrebných?

Často sa diskutuje o koncepcii „Marshallovho plánu pre Ukrajinu“ ako o stratégii povojnovej obnovy Ukrajiny, ktorá čerpá inšpiráciu z úspešnej obnovy Európy po druhej svetovej vojne. Výzvy na vytvorenie nového Marshallovho plánu však často odrážajú nejasnosti v tom, čo a ako USA v rámci tohto plánu dosiahli. Ekonóm Barry Eichengreen, ktorý sa podrobne venuje obnove Ukrajiny, zdôrazňuje, že vojnové škody na európskej dopravnej infraštruktúre boli z veľkej časti odstránené oveľa skôr, ako vstúpil do platnosti plán USA. Okrem toho výška finančných prostriedkov, ktoré Washington prisľúbil – 2 % HDP prijímajúcich krajín rozložených na štyri roky – nebola pre úspech taká rozhodujúca ako podpora realizácie hospodárskych reforiem v súlade s preferenciami darcu a zameraná na podporu hospodárskeho rastu.

Či už je porovnanie s Marshallovým plánom ako prostriedkom na získanie podpory správne, alebo nie, odráža všeobecne rozšírené presvedčenie, že obnova Ukrajiny bude pravdepodobne potrebovať značné finančné prostriedky, ale že potrebnú sumu je ťažké vyčíslieť.

GRAF 2.7: ROZSAHLE POTREBY REKONŠTRUKCIE SI VYŽADUJÚ AJ ZAPOJENIE SÚKROMNÉHO KAPITÁLU

% HDP



Zdroj: Bureau of Economic Analysis, Svetová banka, The Investment Institute by UniCredit

Poznámka: Výška pomoci sa vzťahuje na HDP USA v roku 1948, resp. 2025.

Svetová banka je jednou z mála medzinárodných inštitúcií, ktoré sa pokúsili vypracovať odhad s cieľom identifikovať a uprednostniť oblasti s najnaliehavejšou potrebou financovania. Vo svojom najnovšom rýchlym hodnotení škôd a potrieb (RDNA4, február 2025) banka uviedla, že potreby

Ukrajiny na obnovu podľa zásad „budovania lepších podmienok“ by mohli v nasledujúcich desiatich rokoch dosiahnuť 520 miliárd USD (takmer trojnásobok HDP Ukrajiny v roku 2024).

Medzi oblasti, ktoré si vyžadujú prioritné financovanie a ktoré s najväčšou pravdepodobnosťou vytvoria príležitosti pre súvisiace odvetvia v darcovských krajinách, patria tieto:

- **Bývanie a výstavba** – potreba 84 miliárd USD, iné odhady až 300 miliárd USD;
- **Doprava a infraštruktúra** – potrebných 78 miliárd USD, ktoré sa pravdepodobne zvýšia;
- **Energetika a ťažobný priemysel** – potreba 68 miliárd USD, iné odhady až 400 miliárd USD;
- **Obchod a priemysel** – potrebných 64 miliárd USD, ktoré sa pravdepodobne zvýšia;
- **Poľnohospodárstvo** – potrebných 55 miliárd USD, ktoré sa pravdepodobne zvýšia.

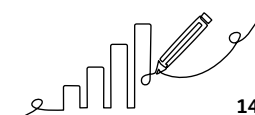
Každý odhad finančných potrieb založený na vojnových škodách však možno považovať len za voľný odhad celkových nákladov na obnovu. Skúsenosti s rekonštrukciou z minulosti naznačujú, že tieto náklady sa môžu výrazne líšiť v závislosti od stability mierovej dohody, ktorá sa nakoniec dosiahne, a od perspektív rastu, ktoré sa ňou môžu otvoriť, pričom v prípade krajiny pripravujúcej sa na vstup do EÚ môžu byť tieto náklady pomerne vysoké.

Ak sa sústreďíme len na vojnové škody, riskujeme, že stratíme zo zreteľa rozsah a škálu potrebnej rekonštrukcie, ktorá namiesto zachovania súčasných obchodných štruktúr závisí od obchodných štruktúr, ktoré by mohli uľahčiť ďalšiu integráciu Ukrajiny do globálnych hodnotových reťazcov a posunúť vývoz krajiny ďalej po prúde (pozri náš [Krátky pohľad – Rekonštrukcia Ukrajiny: späť do budúcnosti](#), 10. júla). V tejto súvislosti môže súkromné financovanie ako doplnok verejného financovania (aspoň spočiatku) zohrávať dôležitú úlohu pri urýchlňovaní tejto integrácie a zároveň poskytovať nové technológie a pomáhať vytvárať obchodné väzby.

Preto vítame nedávne oznámenie predsedníčky Európskej komisie Ursuly von der Leyenovej o vytvorení kapitálového fondu, Európskeho vlajkového fondu pre obnovu Ukrajiny, ktorý je zameraný na podporu investícií do energetiky, dopravy, kritických surovín a odvetví s dvojakým použitím v krajine. Tento nový fond bude koordinovať Európska komisia a budú sa na ňom podieľať vlády Talianska, Francúzska, Nemecka a Poľska. Jej cieľom je získať 500 miliónov EUR do roku 2026 a 1 miliardu EUR neskôr.

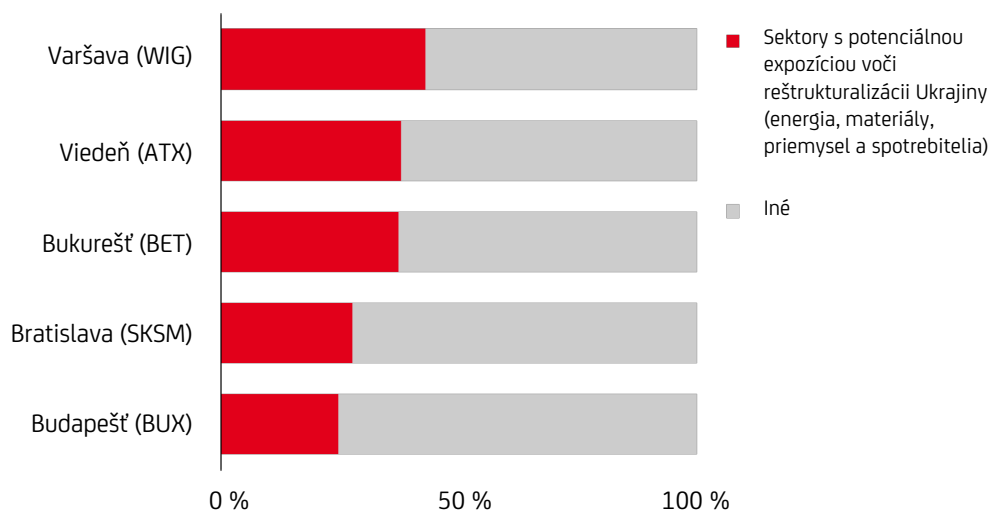
Stredoeurópske a východoeurópske akciové trhy: investičné príležitosti

Vzhľadom na historické obchodné väzby a geografickú polohu budú mať akciové trhy v regióne strednej a východnej Európy pravdepodobne prospech z hospodárskej reštrukturalizácie Ukrajiny. Ako však ukazuje náš graf, väčšina búr je orientovaná na niekoľko veľkých sektorov, ako sú financie, verejné služby a energetika. Medzi sektory, ktoré budú mať najväčší prospech z obnovy Ukrajiny, patria energetika, materiály, priemysel a spotrebný priemysel. Z hľadiska trhovej kapitalizácie má najvyšší podiel firiem v týchto sektoroch Varšavská burza cenných papierov (43 % trhovej kapitalizácie), za ktorou nasledujú burzy vo Viedni (38 %) a Bukurešti (37 %). Na trhu Spojeného kráľovstva budú profitovať aj nízkonákladové letecké spoločnosti, ktoré sa pripravujú na nárast regionálneho cestovného ruchu, ako aj firmy zamerané na energetiku a zdroje, ktoré sú spojené s úsilím o obnovu. Na ostatných akciových trhoch eurozóny sa môžu vyskytnúť príležitosti v oblasti obnoviteľných zdrojov energie, stavebníctva a strojárstva.



GRAF 2.8: SEKTOROVÉ ROZDELIE STREDOEURÓPSKÝCH A VÝCHODOEURÓPSKÝCH AKCIOVÝCH TRHOV

VARŠAVA, VIEDEŇ A BUDAPEŠŤ MAJÚ NAJVÄČŠIU EXPOZÍCIU VOČI ENERGETICKÉMU, MATERIÁLOVÉMU, PRIEMYSELNÉMU A SPOTREBITEĽSKÉMU SEKTORU



Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

Poznámka: Rozdelenie sektorov na základe trhovej kapitalizácie

Americké spoločnosti a dohoda o nerastných surovinách medzi USA a Ukrajinou

Dohoda medzi USA a Ukrajinou o nerastných surovinách, podpísaná začiatkom roka 2025, vytvára strategický rámec prostredníctvom americko-ukrajinského investičného fondu pre obnovu, ktorý považuje americkú vojenskú pomoc za investíciu a poskytuje americkým spoločnostiam prednostný prístup k rozsiahlym prírodným zdrojom Ukrajiny. Táto dohoda, zameraná na kritické nerastné suroviny, energiu a súvisiace komodity, ponúka americkým firmám významné príležitosti na diverzifikáciu dodávateľských reťazcov, zabezpečenie surovín a realizáciu vysokovýkonných podnikov. Na základe dohody získajú americké spoločnosti prednostné práva na prieskum, rozvoj a nákup bohatých ukrajinských zásob vrátane lítia, titánu, grafitu, vzácnych zemín, mangánu, železnej rudy, rutilu a uránu, ktoré sú nevyhnutné pre elektrické vozidlá, batérie, solárne panely, polovodiče, obranné systémy (napr. vojenské lietadlá a tanky) a obnoviteľné zdroje energie. Tým sa zníži závislosť USA od Číny, ktorá kontroluje viac ako 90 % celosvetového spracovania vzácnych zemín a 60 % ťažby, čím sa stabilizujú ceny a zabezpečia spoľahlivé dodávky pre výrobcov. Pokiaľ ide o ukrajinské hospodárstvo, investície USA do ťažby kovov a baníctva poskytujú potenciál pre nové, moderné pracovné príležitosti pre pracovnú silu krajiny.

Hoci obnova je nevyhnutne spojená s vývojom konfliktu, nedávne oznámenie o štruktúrovaných finančných nástrojoch, ktoré spájajú verejný a súkromný kapitál, signalizuje, že základy pre udržateľnú obnovu krajiny rýchlo napredujú. Pre investorov to predstavuje strategickú príležitosť umiestniť sa v projektoch s vysokým potenciálom v kľúčových odvetviach, ako sú energetika, infraštruktúra, výroba a inovácie, ktoré by mohli ďalej profitovať z aktívnej podpory Európskej komisie a jej medzinárodných partnerov.



Tabuľky s prognózami

Prognózy Unicredit

PROGNÓZY HDP, CPI A ROZPOČTOVÉHO SALDA

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

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	4,50	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	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
BoJ	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Riksbank	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Norges Bank	4,25	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

	16. 9. 25	4Q25	1Q26	2Q26
Eurozóna				
Depozitná sadzba	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,03	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,02	2,05	2,10	2,10
10-ročný nemecký dlhopis	2,69	2,75	2,80	2,85
2Y EUR swap	2,14	2,20	2,25	2,25
10-ročný EUR swap	2,64	2,75	2,85	2,90
10-ročné rozpätie Bund – swap	-4	0	5	5
2Y BTP	2,23	2,25	2,30	2,30
10Y BTP	3,47	3,65	3,70	3,75
10-ročné rozpätie BTP – Bund	78	90	90	90
USA				
Sadzba Fed	4,50	4,00	4,00	3,75
3M OIS SOFR	4,03	3,85	3,81	3,60
2Y UST	3,53	3,75	3,70	3,70
10Y UST	4,03	4,40	4,40	4,40
10-ročné rozpätie UST – Bund	134	165	160	155

PREDPOKLADY PRE DEVÍZOVÉ TRHY

	16. 9. 25	4Q25	1Q26	2Q26
EUR – USD	1,18	1,20	1,20	1,21
USD – JPY	147	144	143	142
EUR – JPY	173	173	172	172
GBP – USD	1,36	1,33	1,32	1,32
EUR – GBP	0,87	0,90	0,91	0,92
USD – CNY	7,12	7,13	7,12	7,10
EUR – CNY	8,40	8,56	8,54	8,59

Zdroj: Bloomberg, Investment Institute UniCredit

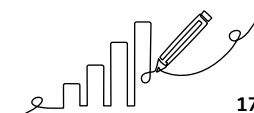
PROGNÓZY RIZIKOVÝCH AKTÍV

	16. 9. 25	Koniec roka 2025	Polovica roka 2026
Ropa			
Brent USD/barel	68	65	62,5
Akcie			
Euro STOXX 50	5 429	5 600	5 750
STOXX Europe 600	555	565	590
DAX	23 620	25 000	26 000
MSCI Taliansko	112	111	115
S&P 500	6 622	6 600	7 100
Nasdaq 100	24 324	24 000	25 000
Úvery			
iBoxx Non-Financials Senior	78	95	90
iBoxx Banks Senior	71	95	87
iBoxx High Yield NFI	265	310	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

16. 9. 20	16. 9. 21	16. 9. 22	16. 9. 23	16. 9. 24	16. 9. 20	1. 1. 25
16. 9. 21	16. 9. 22	16. 9. 23	16. 9. 24	16. 9. 25	16. 9. 25	16. 9. 25

INDEXY AKCIOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

MSCI Svet (v USD)	32,4	- 16,0	16,8	25,4	19,4	95,6	16,7
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	17,0	- 23,6	6,0	13,5	26,9	39,1	27,6
MSCI USA (v USD)	35,1	- 14,0	15,7	28,4	19,5	107,0	13,6
MSCI Európa (v EUR)	27,8	- 7,9	15,3	14,8	10,2	75,4	11,4
MSCI AC Ázia a Tichomorie (v USD)	18,8	- 23,8	10,9	15,0	24,1	46,1	24,8
STOXX Europe 600 (v EUR)	28,1	- 9,6	15,1	15,2	10,5	73,4	11,6
DAX 40 (Nemecko v EUR)	18,1	- 18,6	22,7	17,2	25,2	76,5	17,2
MSCI Taliansko (v EUR)	30,1	- 8,9	35,9	24,8	32,5	169,1	29,6
ATX (Rakúsko, v EUR)	67,0	- 15,9	12,7	19,1	33,3	157,4	30,8
SMI (Švajčiarsko, v CHF)	17,3	- 9,3	7,5	10,7	3,3	33,0	6,8
S&P 500 (USA, v USD)	34,1	- 12,1	16,0	28,4	18,8	109,3	13,4
Nikkei (Japonsko, v JPY)	31,3	- 7,3	23,0	11,1	25,1	110,8	13,8
CSI 300 (Čína, v juanoch)	5,0	- 16,5	- 5,5	- 12,3	47,1	8,8	17,6

INDEXY DLHOPISOVÉHO TRHU (CELKOVÝ VÝNOS, V %)

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	- 3,3	- 15,6	- 3,6	10,0	1,2	- 12,6	7,5
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	- 1,2	- 16,5	- 5,0	7,4	- 1,9	- 17,4	- 0,6
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 0,5	- 15,7	- 4,0	8,1	0,2	- 12,3	0,4
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	1,9	- 14,0	1,2	8,5	4,0	0,5	2,7

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

10-ročné americké štátne dlhopisy (v USD)	64	212	87	- 71	40	334	- 56
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	17	207	90	- 59	60	313	29
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	11	223	98	- 64	40	304	25
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	- 18	331	65	- 96	- 8	266	- 2

VÝMENNÉ KURZY EURA (ZMENA V %)

Americký dolár (EUR – USD)	- 0,9	- 15,4	6,7	4,4	6,1	- 0,7	13,6
Britská libra (EUR – GBP)	- 7,0	2,8	- 1,2	- 1,9	2,7	- 6,0	4,4
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	1,2	- 12,0	- 0,2	- 1,7	- 0,6	- 13,3	- 0,8
Japonský jen (EUR – JPY)	3,2	10,8	9,8	- 1,2	11,5	38,4	6,4

KOMODITY (ZMENA V %)

Komoditný index (GSCI, v USD)	- 11,8	- 5,2	15,2	33,3	41,3	81,3	39,0
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	41,9	- 13,5	- 1,2	9,3	6,1	40,9	9,7
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	- 10,7	- 4,7	15,7	33,9	42,7	88,6	40,3
Ropa (Brent, v USD za barel)	79,2	20,6	3,3	- 22,8	- 5,7	68,7	- 8,3

Zdroj: Refinitiv Datastream, Investment Institute UniCredit (k 16. máju 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 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

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

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

Stefan Kolek

VÝROBA

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

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 predať alebo speňažiť určité investície alebo získať spoľahlivé informácie o ich hodnote.
6. Ak sa informácie týkajú konkrétneho daňového režimu, upozorňujeme, že daňový režim závisí od individuálnej situácie zákazníka a môže sa v budúcnosti zmeniť.
7. Ak sa informácie týkajú budúcich výsledkov, upozorňujeme, že nepredstavujú spoľahlivý ukazovateľ týchto výsledkov.
8. Diverzifikácia nezaručuje zisk ani ochranu pred stratou.

Skupina UniCredit nemôže byť žiadnym spôsobom zodpovedná za skutočnosti alebo škody, ktoré môžu komukoľvek vzniknúť pri použití tohto dokumentu, okrem iného vrátane škôd spôsobených v dôsledku strát, ušlého zisku alebo nerealizovaných úspor. Obsah publikácie – vrátane údajov, novinek, 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 reprodukovateľ 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 16. septembru 2025.