

INVESTIČNÍ
VÝHLED
NA ROK **2026**

„Ve společnosti VIG Asset Management je naším posláním poskytovat klientům stabilní základ při dosahování jejich finančních cílů. Věříme, že naše publikace Investment Outlook 2026 je na této cestě podpoří.”



Outlook 2026

Investování s jistotou v proměnlivém světě

Jednotlivci pečlivě spravující své úspory, rodiny plánující dlouhodobé finanční zabezpečení, manažeři odpovědní za finanční stabilitu firem i vedoucí pracovníci pojišťoven či penzijních fondů dnes sdílejí stejný pocit: v osobních rozhovorech vyjadřují větší obavy z ekonomického vývoje než kdykoli v posledních letech. Vzhledem k rychle se měnícímu globálnímu i domácímu finančnímu, regulatornímu a geopolitickému prostředí je tato zvýšená opatrnost zcela pochopitelná. Situaci navíc komplikuje zahlcení informacemi, které činí orientaci v dnešním světě stále náročnější.

Rád bych naše partnery ujistil, že VIG Asset Management – nedávno oceněná čtyřmi významnými oborovými cenami – staví na 30 letech zkušeností a úspěšně se orientovala v celé řadě rozdílných tržních prostředí. Jako součást Vienna Insurance Group, největší pojišťovací skupiny ve střední Evropě s téměř 200letou historií a více než 30 miliony klientů ve 30 zemích, se opíráme o silné a stabilní mezinárodní zázemí. Ve světě plném hluku je naší úlohou zůstat klidným a spolehlivým orientačním bodem a pomáhat investorům nacházet dlouhodobá a smysluplná řešení.

Při pohledu směrem k roku 2026 očekáváme, že investiční prostředí bude formováno řadou faktorů: rozhodnutími centrálních bank, obavami investorů z rostoucí úrovně státního zadlužení, často nepředvídatelnými změnami obchodní politiky USA, přetrvávajícím geopolitickým napětím a zvýšenými očekáváními spojenými s umělou inteligencí. Tyto vlivy společně vytvářejí komplexní tržní prostředí, které bude vyžadovat nepřetržitou pozornost. Zároveň budou celkový obraz nadále utvářet dlouhodobé globální megatrendy a rostoucí poptávka po udržitelných investičních řešeních.



Všechny tyto skutečnosti podtrhují význam proaktivního investičního přístupu, aktivní správy portfolia a především diverzifikace – principů, kterým zůstáváme pevně oddáni i v roce 2026.

Posláním VIG Asset Management je poskytovat našim klientům stabilní základ při dosahování jejich finančních cílů. Věříme, že publikace Investment Outlook 2026 jim na této cestě bude užitečnou oporou.

S pozdravem

Péter Kadocsa
generální ředitel (CEO)



Obsah

- 3 Úvod**
Průvodce ekonomickým prostředím a tržní dynamikou v roce 2026
- 4 Přehled roku 2025**
Úspěšná měsíční taktická alokace aktiv v roce 2025
- 6 Outlook 2026**
- 12 Dlouhodobé ocenění akcií**
- 13 Výhled USD**
Scénářová analýza
- 16 Veřejný dluh**
Jak dlouho budou trhy tolerovat vysokou úroveň veřejného zadlužení?
- 19 Rozvíjející se trhy**
Silná výkonnost v roce 2025 vytváří základ pro slibný rok 2026
- 22 Výhled pro střední a východní Evropu**
- 25 Inflační výhled v regionu CEE**
Dosažený pokrok, přetrvávající výzvy
- 26 Volby ve střední a východní Evropě**
- 27 Výhled komodit na rok 2026**
- 29 Technický pohled na trhy**
- 33 Kvantitativní multi-asset strategie**
Řízení alokace aktiv pomocí kvantitativního přístupu
- 36 AI horečka a dot-com bublina**
Ozvěny dvou epoch
- 37 Investice do AI (CAPEX)**
Investiční boom v oblasti AI: přehřátý trh nebo úsvit nové éry infrastruktury
- 41 Německo**
Ekonomická stagnace se střetává s bezprecedentním stimulem

Úvod

Průvodce ekonomickým prostředím a tržní dynamikou v roce 2026

Rok 2026 bude z investičního hlediska formován několika klíčovými otázkami: zda bude možné udržet silnou dynamiku ceny zlata, zda zůstane zachován investiční cyklus tažený umělou inteligencí a zda se ukáží jako udržitelné zvýšené valuace akcií technologického sektoru. Další oslabování amerického dolaru by mohlo i nadále vytvářet příznivé prostředí pro aktiva rozvíjejících se trhů, zatímco zároveň sílí obavy, jak dlouho budou investoři ochotni tolerovat rostoucí úroveň státního zadlužení na globální úrovni. Výhled pro region střední a východní Evropy bude rovněž výrazně ovlivněn vývojem války na Ukrajině – posun směrem k míru by mohl urychlit ekonomickou konvergenci, zatímco vleklý konflikt by nadále omezoval růstový potenciál regionu. Společně s kolegy portfolio manažery jsme se těmito tématy podrobně zabývali – spolu s řadou dalších faktorů ovlivňujících globální ekonomiku a kapitálové trhy – abychom našim klientům poskytli smysluplné vodítko pro orientaci v ekonomickém a tržním prostředí roku 2026.

V našem základním scénáři počítáme s tím, že globální ekonomika bude v roce 2026 nadále ovlivňována trendy, které se prosadily již v roce 2025, přičemž celkové makroekonomické prostředí zůstane příznivé pro riziková aktiva.

V optimistickém (býčím) scénáři předpokládáme téměř ideální prostředí, v němž může ekonomický růst zrychlovat, aniž by vytvářel inflační tlaky. Naproti tomu náš pesimistický (medvědí) scénář se zaměřuje na možné dopady rostoucí a stále méně udržitelné úrovně státního zadlužení na finanční trhy.

V této publikaci čtenáři naleznou tematické hloubkové analýzy zaměřené na umělou inteligenci a rizika státního zadlužení, stejně jako kratší komentáře k fiskální expanzi



v Německu a trendům na komoditních trzích. Našimi aktuálními poznatky přispívají také členové kvantitativního výzkumného týmu a techničtí analytici a rozsáhlejší část je věnována rozvíjejícím se trhům – zejména regionu střední Evropy.

Upřímně doufám, že tento Outlook pomůže našim klientům činit v roce 2026 kvalifikovaná investiční rozhodnutí, a přeji všem mnoho úspěchů v nadcházejícím roce.

Těším se na společnou cestu rokem 2026,

András Loncsák
investiční ředitel
(Chief Investment Officer)



Přehled roku 2025

Úspěšná měsíční taktická alokace aktiv v roce 2025

András Loncsák, Chief Investment Officer

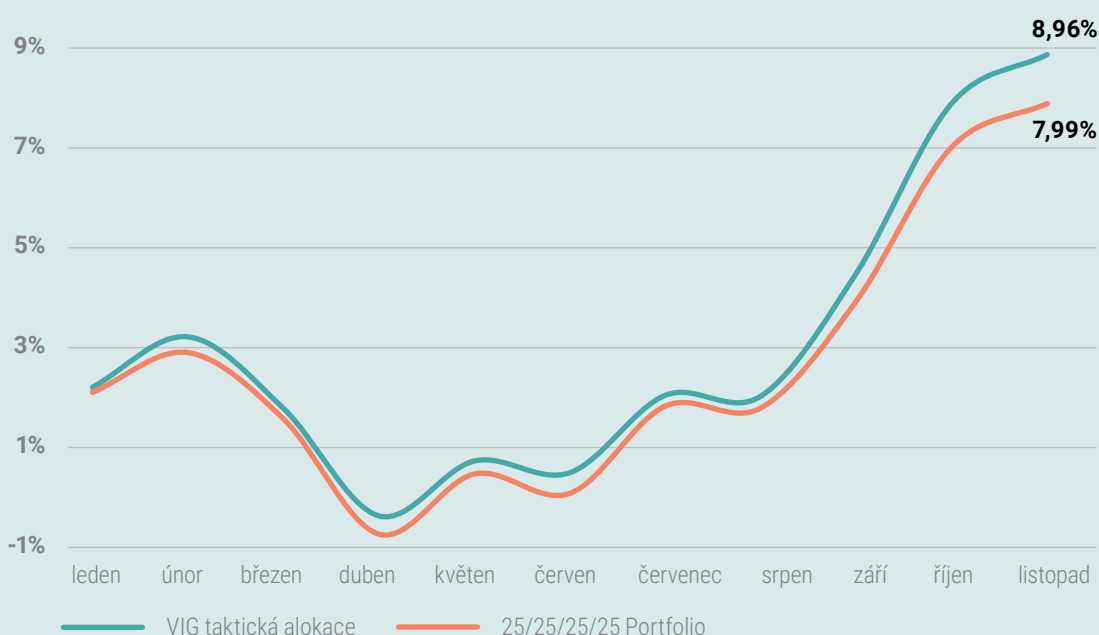
Globální trhy byly v roce 2025 formovány očekáváními investorů spojenými s inaugurací nového prezidenta USA, nejistotou vyvolanou vznikajícím obchodním konfliktem a následnou vlnou optimismu, která posunula akciové trhy na nová historická maxima. Postupné oslabování amerického dolaru a silná rally na trhu se zlatem dále podpořily tržní sentiment. Inovace tažené umělou inteligencí opět vynesly do popředí americký technologický sektor, přičemž společnosti označované jako „Magnificent 7“ – Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla – dosáhly mimořádně silné výkonnosti. Ačkoli oznámení nových amerických cel v dubnu vyvolalo krátkou, avšak prudkou korekci, trhy se rychle stabilizovaly a ve druhé polovině roku se opět posílila ochota investorů podstupovat riziko. Rozvíjející se trhy, v čele s

regionem střední a východní Evropy (CEE), dosáhly nadvýkonnosti, podpořené atraktivním oceněním, zlepšujícími se očekáváními ziskovosti a stabilnějším makroekonomickým prostředím.

Po silných výsledcích v letech 2023 a 2024 se měsíční taktická alokace aktiv VIG Asset Management dokázala v roce 2025 i nadále efektivně přizpůsobovat rychle se měnícím tržním podmínkám. Díky využití našeho rámce Investment Clock a kvartilní analýzy jednotlivých tříd aktiv vedl měsíční investiční proces k modelovému portfoliu, které ke konci listopadu 2025 překonalo svůj benchmark o 87 bazických bodů v eurech (benchmarková alokace: 25% peněžní trh, 25% dluhopisy, 25% komodity, 25% akcie), což jasně odráží úspěšnost našich měsíčních taktických rozhodnutí.

Taktická alokace VIG AM vs. benchmark 25/25/25/25 (v EUR)

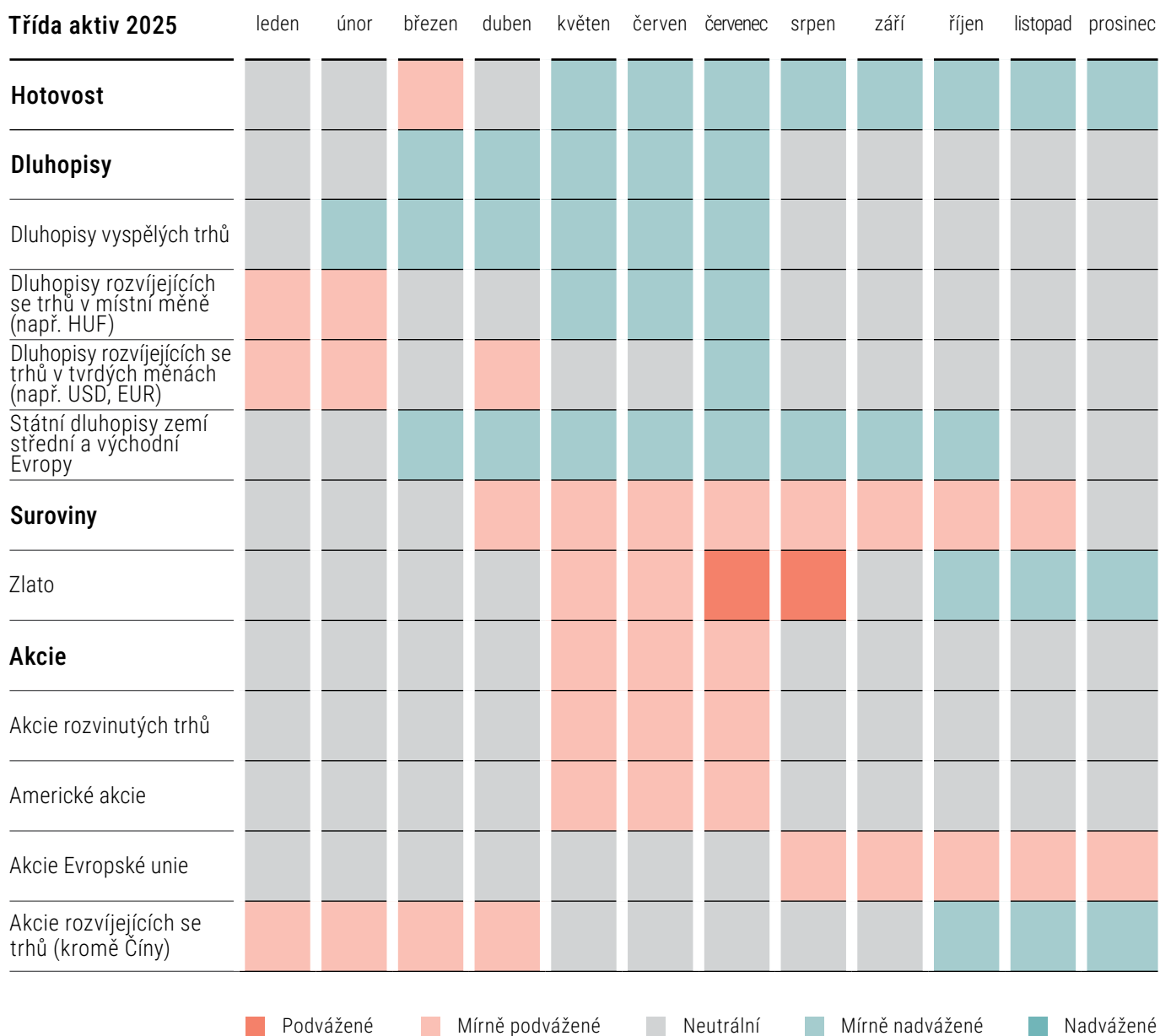
leden 2025 – listopad 2025





Nominální výnos ve výši 8,96% v eurech a silná relativní výkonnost byly taženy především rozhodnutími v oblasti alokace do komodit a akcií. Podvážení komodit v kombinaci s včasným snížením a následným navýšením expozice vůči zlatu – zejména během podzimní cenové rally – významně přispělo k celkovým výnosům. V rámci akciové složky byly klíčovými faktory nadvážení trhů CEE,

které se v roce 2025 staly nejvýkonnějším akciovým regionem, a podvážení evropských akcií, jež sice zaznamenaly silný začátek roku, avšak později zaostávaly. Přetrvávající síla amerických akcií a naše letní podvážení měly pouze omezený negativní dopad na celkovou výkonnost, neboť slabší dolar tento efekt částečně tlumil.



Zdroj: VIG Asset Management



Outlook 2026

Ádám Bakos, vedoucí dluhopisové divize
György Pálfi, vedoucí akciového oddělení



Rok 2025 byl po otřesech kolem „Liberation Day“ úspěšný pro řadu tříd aktiv. Ceny zlata výrazně vzrostly, akciové trhy si vedly velmi dobře a výjimečné výnosy jsme zaznamenali také v některých segmentech dluhopisového trhu, zejména na rozvíjejících se trzích.

Jak pokračovat dál? Jelikož je prakticky nemožné obsáhnout celé spektrum pravděpodobnostního rozdělení budoucích scénářů, zaměřujeme se v našem výhledu na rok 2026 na tři klíčová témata, která by se mohla v příštím roce dostat do popředí. Základní scénář vychází z pozitivního fiskálního příběhu, optimistický scénář pracuje se světem, v němž dochází k produktivnímu skoku tažené umělou inteligencí a následně k nízké inflaci, zatímco pesimistický scénář se soustředí na růst výnosů v důsledku návratu globálních obav z veřejného zadlužení. Tyto scénáře pokrývají část tzv. „známých neznámých“, jimž kapitálové trhy čelí. Otevřeně přiznáváme, že výběr těchto témat je do značné míry subjektivní. Svět je složitější a

existuje také mnoho „neznámých neznámých“, která nás mohou v budoucnu překvapit. Přesto považujeme za důležité pracovat s čísly a investorům ukázat, jak by se portfolio mohlo vyvíjet v případě, že by se tato reálná rizika skutečně materializovala. Naše metodologie nemá ambici být přísně vědeckým cvičením. Výstup představuje profesionální odhad společného pohledu našich portfolio manažerů na tyto hypotetické scénáře a jejich dopady na finanční trhy. Směr vývoje považujeme za důležitější než samotný bodový odhad, přesto věříme, že tento rámec bude užitečným vodítkem pro investiční rozhodování v roce 2026.

V souhrnné tabulce uvádíme očekávané výnosy portfolio v USD, které byly vypočteny na základě prognóz z níže uvedené tabulky. Doporučené váhy portfolio jsou orientační, avšak vystihují klíčové sdělení: jak portfolio nastavit v případě, že investor očekává obdobný stav světa. Na konci popisu každého scénáře rovněž uvádíme podrobnější, indikativní alokaci investičních fondů.

2026

Doporučené váhy portfolio

SCÉNÁŘE	Pravděpodobnost	Hotovost	Akcie	Dluhopisy	Komodity	Výnos (USD)	Volatilita	Sharpeho poměr
ZÁKLADNÍ – Fiskální stimul	55%	20%	45%	25%	10%	7,20%	8,80%	0,39
OPTIMISTICKÝ – Produktivní boom tažený AI	20%	5%	60%	35%	0%	19,40%	10,50%	1,49
PESIMISTICKÝ – Ostražitost dluhopisových trhů	25%	50%	10%	30%	10%	-0,20%	3,80%	-1,05

Zdroj: VIG Asset Management



	Skutečnost (30. 11.)	Konsenzus Bloomberg	ZÁKLADNÍ – Fiskální stimul	OPTIMISTICKÝ – Produktivitní boom tažený AI	PESIMISTICKÝ – Ostražitost dluhopisových trhů
FED	4,00%	3,25%	3,50%	2,75%	2,00%
Americký státní dluhopis 10 let	4,10%	4,07%	4,50%	3,75%	5,25%
ECB	2,00%	2,00%	2,00%	1,75%	1,50%
Průměrný 10letý výnos eurozóny	3,40%	3,00%	3,50%	3,00%	4,00%
EURUSD	1,16	1,21	1,25	1,10	1,30
Spread EMBIG	265	310	280	250	450
Zlato	4100	4275	4500	3000	6000
Ropa	60	58	65	50	40

Zdroj: VIG Asset Management

Základní scénář (pravděpodobnost 55 %) – Fiskální stimul na cestě

V základním scénáři předpokládáme, že světová ekonomika v roce 2026 bude nadále formována silami, které se uvolnily již v roce 2025, a že makroekonomické prostředí zůstane obecně příznivé pro riziková aktiva.

Ve vyspělých ekonomikách může růst podpořit několik faktorů. Zpožděné účinky měnového uvolnění a uvolněné finanční podmínky mohou hrát významnou roli při podpoře globálního růstu, přičemž fiskální stimuly vyplývající z Trumpova „one big, beautiful bill“ a německého obranného a infrastrukturního balíčku mohou působit jako dodatečný impulz. Ve Spojených státech může být fiskální expanze časově předstihová: po negativním fiskálním impulsu ve druhé polovině roku 2025 – umocněném dočasným uzavřením vlády – by se fiskální impuls mohl již v první polovině roku 2026 výrazně přehoupnout do kladných hodnot. Rozsah plánovaných výdajů v Německu je značný, avšak vzhledem k implementačním rizikům lze pozitivní efekty očekávat spíše ve druhé polovině roku. Fiskální podpora se připravuje rovněž v Číně, kde se vláda snaží stimulovat domácí spotřebu tváří v tvář deflačním rizikům a slabnoucí zahraniční poptávce, a zároveň klade důraz na ambiciózní expanzi ve strategických sektorech a průmyslovou modernizaci.

Počítáme se zachováním status quo v obchodních válkách a bez výrazné eskalace mezi USA a Čínou po většinu roku, a to vzhledem k vysoké vzájemné provázanosti obou ekonomik. S blížícími se volbami do Kongresu se však může Trumpova nepředvídatelnost znovu projevit. Ačkoli Nejvyšší soud může zpochybnit Trumpova cla, administrativa pravděpodobně najde způsoby, jak nový obchodní režim zachovat. Domníváme se, že většina dezinflačního procesu je již za námi a lepší růstové vyhlídky zabrání výraznějšímu dalšímu poklesu „lepkavé“ jádrové inflace. To snižuje pravděpodobnost dalších výrazných snížení sazeb ze strany Fedu i ECB, přesto změna předsedy Fedu v květnu zůstává významnou rizikovou událostí.

Dluhopisy

V základním scénáři má Fed pouze omezený prostor pro snižování sazeb, jelikož zhoršování trhu práce zpomaluje a jádrová inflace zůstává nad cílovou úrovní. Inflace v eurozóně se již nachází na cíli, avšak ECB pravděpodobně zůstane vyčkávací, dokud nevyhodnotí inflační dopady fiskální expanze. Dlouhý konec výnosové křivky v USA může zůstat relativně ukotven, avšak makroekonomické faktory naznačují určité strmění, zejména v Evropě. Spready periferních zemí se mohou zúžit, jelikož německý fiskální stimul podporuje růst v EU, avšak je relativně negativní pro německé dluhopisy kvůli vyšší nabídce. Již nyní velmi úzké spready u korporátních dluhopisů a dluhopisů rozvíjejících se trhů zůstávají stabilní a nadále poskytují dostatečnou carry kompenzaci. V tomto scénáři se proto domníváme, že dává smysl držet kratší duraci a hledat výnos prostřednictvím high-yield dluhopisů rozvíjejících se trhů a korporátních dluhopisů.

Akcie

Toto fiskální prostředí přichází v klíčovém okamžiku pro firemní fundamenty. V roce 2025 globální růst zisků na akcii (EPS) mírně přesáhl 10%, přičemž byl nepřiměřeně tažen americkými mega-cap technologickými společnostmi, jejichž zisky vzrostly o 18%. Bez těchto titulů by růst EPS zbytku trhu činil pouze 7–8%. V nadcházejícím roce by pozitivní fiskální impuls měl rozšířit oživení ziskovosti i mimo segment mega-capů a přispět k rovnoměrnějšímu rozložení růstu zisků napříč sektory a regiony. Trhy aktuálně očekávají 12% růst EPS pro index MSCI All Country World, avšak nedávný návrat revizí zisků do pozitivního teritoria ve druhé polovině roku naznačuje riziko dalšího růstu.

V tomto prostředí očekáváme, že malé a střední společnosti mohou po několika letech slabších výnosů překonat trh, těžice jak ze zlepšené spotřebitelské nálady, tak z rovnoměrnějšího růstu zisků. Valuace v tomto segmentu jsou mimořádně atraktivní: globální mid-caps se obchodují poblíž 30letých relativních minim vůči indexu MSCI World

(17× forward zisky oproti 20×), což odráží neobvykle široký valuční rozdíl a ponechává prostor pro výrazné dohánění.

Zlepšující se globální prostředí může prospět také Evropské unii. Navzdory silnému výkonu evropských akcií v roce 2025 – částečně podpořenému oslabením amerického dolaru – zůstal růst zisků v regionu utlumený a většina tržních zisků byla tažena přeceněním, nikoli růstem ziskovosti. V roce 2026 by se však výhled mohl zlepšit: zvýšená fiskální podpora napříč hlavními ekonomikami EU spolu s postupným odezdnáváním narušení souvisejících s cly by měla umožnit výraznější zrychlení růstu zisků. Vyšší váha sektorů reálné ekonomiky – včetně průmyslu, utilit, materiálů a finančních institucí – navíc staví Evropu do pozice, kdy může v roce širšího růstu překonat hlavní americké indexy.

Náš základní scénář nadále předpokládá pokračování růstu zisků spojených s výdaji na AI, avšak vysoké valuační a zvýšená očekávání omezují další potenciál. Globální akcie se obchodují za více než 20násobek forward zisků na 12 měsíců, tedy poblíž historických maxim. Hlavním faktorem tohoto přecenění byl rychlý růst vysoce rostoucích segmentů, zejména informačních technologií a komunikačních služeb, jejichž podíl na indexu se během poslední dekády zvýšil na více než 28 %.

Valuační obraz je ještě náročnější ve Spojených státech. Index S&P 500 se obchoduje přibližně za 23násobek očekávaných zisků, tedy blízko horní hranice historického rozpětí. Nasdaq se s trailing P/E kolem 30násobku nachází výrazně pod úrovněmi z období dot-com bubliny, přesto však odráží vysokou míru optimismu. Naproti tomu trhy mimo USA působí zdrženlivěji: evropské a čínské indexy se pohybují jen mírně nad svými 20letými průměry a japonské akcie zůstávají oceněny s diskontem vůči dlouhodobým normám.

Celkově kombinace měnového uvolnění, výrazné fiskální podpory, zlepšující se spotřebitelské dynamiky a širšího růstu zisků vytváří příznivé prostředí pro diverzifikovanější akciové vedení. Na základě našich modelových předpokladů očekáváme růst akcií o 11%, což je mírně pod úrovní, kterou by samotný růst zisků v roce 2026 ospravedlňoval.

V základním scénáři (fiskální stimul) očekáváme roční výnos portfolia ve výši 7,2% v USD při volatilitě 8,8%. Akcie i komodity mohou v tomto scénáři dosáhnout nízkých dvouciferných výnosů, zatímco výnosy dluhopisů mírně porostou. U komodit očekáváme spíše stagnaci.

Fondy vhodné pro základní scénář:



Optimistický scénář (pravděpodobnost 20 %) – Produktivní boom tažený AI

V tomto scénáři si představujeme téměř ideální svět. Výsledky produktivního boomu taženého umělou inteligencí ve Spojených státech se stávají zřetelnějšími. Předpokládáme rychlejší tempo adopce a širší rozšíření AI technologií napříč jednotlivými odvětvími. To může podpořit hospodářský růst, aniž by vytvářelo výrazné inflační tlaky – částečně prostřednictvím uvolnění trhu práce a tlaku na mzdy v důsledku propouštění v technologickém sektoru. Obchodní napětí dále polevuje, jelikož Spojené státy a Čína dospívají k obchodnímu příměří. Nadto dochází k ukončení války Ruska proti Ukrajině, což výrazně zlepšuje spotřebitelskou důvěru v Evropě a v regionu CEE. V tomto scénáři by se růst mohl posunout na vyšší trajektorii, zatímco inflace by zůstala utlumená – nejen díky produktivním ziskům, ale také v důsledku poklesu cen komodit vyvolaného ústupem geopolitického napětí. Obavy o udržitelnost amerického dluhu se zmírňují, jelikož vyšší potenciální produkt umožňuje „přerůst“ dluhovou zátěž.

Dluhopisy

Navzdory pozitivnímu růstovému výhledu nepředstavuje tento scénář nepříznivé prostředí pro dluhopisové trhy. Centrální banky mohou snižovat úrokové sazby, jelikož ceny energií klesají a mzdová dynamika zůstává umírněná, což přispívá k dalšímu zmírnění jádrové inflace. Dlouhé výnosy jsou tímto vývojem ovlivněny méně pozitivně, protože inflační očekávání (breakeven inflace) klesají, zatímco neutrální reálná sazba se může posunout výše. Termínová premie se zároveň snižuje, neboť makroekonomická volatilita i obavy z dluhu ustupují.

Tento scénář je mimořádně příznivý pro spreadové produkty. Korporátní rozvahy se dále zlepšují a rozvíjející se trhy mohou těžit z nižších cen energií a z poklesu geopolitických i obchodních rizik. V tomto prostředí může být vhodným řešením nadvážít dluhopisová aktiva, zejména prostřednictvím amerických státních dluhopisů a dluhopisů rozvíjejících se trhů.

Akcie

Generální ředitel společnosti Nvidia Jensen Huang během posledního konferenčního hovoru odmítl myšlenku „AI bubliny“ a místo toho uvedl, že se odvětví nachází v bodě zlomu strukturální změny. Trhy však stále potřebují další důkazy o tom, že se skutečně blíží dlouho očekávaný produktivní průlom. Klíčovou otázkou pro rok 2026 je, zda se AI laboratořím a podnikům podaří konečně přetavit technologické inovace do významných, stabilních a opakovatelných příjmových toků. Pokud ano, mohlo by to přinést dlouho očekávanou „druhou fázi“ AI boomu a dodatečně ospravedlnit masivní investice realizované v předchozích letech. V tomto scénáři předpokládáme výraznější růst zisků akcií spojených s AI, který by přispěl k celkovému růstu ziskovosti ještě silněji než v roce 2025.

Pokud nadvýkonnost technologického sektoru přetrvá i v roce 2026, americký trh si pravděpodobně udrží své vedoucí postavení, podobně jako ve druhé polovině roku 2025. Vedle USA by však mohly ještě silnější výnosy nabídnout technologicky orientované asijské trhy, jako jsou Tchaj-wan, Jižní Korea a Čína. Dalším významným pozitivním rizikem pro akciové trhy by bylo stabilnější a předvídatelnější geopolitické a obchodní prostředí. Obchodní příměří mezi USA a Čínou, stabilní celní sazby či urychlení mírových jednání mezi Ruskem a Ukrajinou vedoucí k trvalému řešení by výrazně snížily míru nejistoty. Ačkoli se trhy v roce 2025 dokázaly přecenit i navzdory politickým a geopolitickým rizikům, předvídatelnější globální prostředí by mohlo dále snížit akciové rizikové prémie – zejména v regionu CEE. V tomto scénáři bychom nadvážili Spojené státy a rozvíjející se trhy, s výraznou preferencí pro asijské a středoevropské akcie. Domníváme se, že současné valuace akcií nepředstavují překážku pro další růst, neboť zrychlující se růst zisků a stabilní úrokové sazby mohou ospravedlnit vyšší násobky.

V optimistickém scénáři (produktivní boom tažený AI) očekáváme roční výnos portfolia ve výši 19,4% v USD při volatilitě 10,5%. Akcie jsou v tomto prostředí připraveny dosáhnout mimořádně silných výnosů, přičemž i dluhopisy by měly nabídnout nadprůměrnou výkonnost. Naopak očekáváme, že ceny komodit by v tomto scénáři mohly výrazně klesnout.

Fondy vhodné pro optimistický scénář:

Produktivní boom tažený AI (20%)	VIG Developed Markets Government Bond	VIG Global Emerging Market Bond Fund	VIG Central European Equity Fund	VIG MegaTrend Akciový Fond	VIG Akciový ESG Fond Rozvíjejících se Trhů
----------------------------------	---------------------------------------	--------------------------------------	----------------------------------	----------------------------	--

Pesimistický scénář (pravděpodobnost 25 %) – Ostražitost dluhopisových trhů

Pesimistický scénář je postaven na předpokladu, že se globální obavy z veřejného zadlužení opět dostanou do popředí, a to po několika kratších epizodách napětí v posledních letech. Fiskální impuls nepřinese očekávaný efekt: růstový impuls zklame a zůstane omezený, neboť nízká spotřebitelská důvěra a nízký fiskální multiplikátor obranných výdajů brání příznivějšímu vývoji. Jakmile se tato skutečnost začne projevovat, dluhopisoví „vigilantes“ přestanou tolerovat rostoucí nabídku státních dluhopisů a výnosy na dlouhém konci výnosové křivky mohou výrazně vzrůst. Vyšší výnosy pak působí jako negativní katalyzátor pro vysoké valuace akciových trhů, přičemž pokles akcií je tažen především technologickými společnostmi. Kombinace vyšších výnosů a klesajících akciových trhů vede k utažení finančních podmínek a posouvá globální ekonomiku na recesní trajektorii, což dále zesiluje obavy z dluhové udržitelnosti.

Dluhopisy

Jak bylo popsáno výše, výnosy státních dluhopisů v tomto scénáři rostou napříč celou výnosovou křivkou. Centrální banky se snaží čelit recesním obavám a růstu výnosů prostřednictvím snižování úrokových sazeb, avšak nejsou schopny účinně ukotvit dlouhý konec křivky. Dluhopisy rozvíjejících se trhů a globální korporátní dluhopisy zaostávají, neboť volatilita na dluhopisových trzích prudce roste a spready se výrazně rozšiřují. Je však nutné připustit, že v tomto scénáři je vysoká pravděpodobnost měnových či fiskálních zásahů zaměřených na stabilizaci dlouhodobých výnosů, například prostřednictvím kontroly výnosové křivky (yield curve control). Pokud by se taková opatření materializovala, nárůst výnosů by byl pravděpodobně krátkodobý a následoval by významný příliv likvidity na trhy, přičemž výnosy by nakonec klesly a spreadové produkty by dosáhly velmi silné výkonnosti. Do té doby se však jeví jako rozumné „udržet střelný prach suchý“, nadvážít hotovost a krátkodobé státní dluhopisy vyspělých trhů.

Akcie

V pesimistickém scénáři se makroekonomické prostředí stává méně podpůrným a odhaluje křehkost akciové rally tažené umělou inteligencí. Obrat v úrokovém prostředí by podkopával jeden z klíčových pilířů, který umožnil nafouknutí valuací v AI segmentu. Zatímco snižování sazeb Fedem a stabilní dlouhodobé výnosy pomáhaly v uplynulých letech pohánět AI boom, jakýkoli trvalejší růst nákladů na financování by mohl vyvolat první trhliny v tomto narativu. Tato zranitelnost je dále zesílena rychle rostoucí mírou zadlužení v technologickém sektoru. Hyperscaleři letos emitovali dluh v objemu přesahujícím 120 miliard USD, oproti průměru zhruba 28 miliard USD za posledních pět let, zatímco složité finanční vazby zahrnující společnosti Nvidia a OpenAI tato rizika dále umocňují. Kreditní spready již začaly růst a nový skok dlouhodobých výnosů by mohl urychlit stres napříč korporátními dluhopisovými trhy exponovanými vůči AI.

Valuace akcií lídrů v oblasti AI oceňují téměř dokonalý vývoj, s mimořádně nízkými akciovými rizikovými premiemi, které ponechávají jen minimální prostor pro zklamání. V prostředí rostoucích výnosů a změny sentimentu existuje značné riziko poklesu valuací a pravděpodobné přecenění akciové rizikové premie (ERP). Prasknutí AI bubliny by nezůstalo izolovaným jevem: šok by se mohl rychle přenést i na další technologicky orientované rozvíjející se trhy – například Tchaj-wan, Jižní Koreu či Čínu – a dokonce i na odvětví závislá na AI, jako jsou utility, které profitovaly z očekávání poptávky tažené výstavbou datových center. Tržní účastníci jsou silně koncentrováni

do AI témat, jelikož globální akciové indexy se staly výrazně „top-heavy“. V takovém prostředí se ústup AI optimismu stává širší tržní událostí, nikoli pouze sektorovou korekcí.

V tomto scénáři vidíme významná rizika poklesu jak zisků, tak valuací. Přestože je obtížné předvídat konkrétní spouštěč prasknutí AI bubliny, jakékoli zhoršení likviditních podmínek nebo obnovené obavy z udržitelnosti veřejného dluhu by mohly vytvořit zcela odlišné a výrazně náročnější prostředí pro globální akcie. V takovém případě bychom podvázili akcie, zejména ve Spojených státech a napříč asijskými trhy.

V pesimistickém scénáři (ostražitost dluhopisových trhů) očekáváme roční výnos portfolia –0,2% v USD při volatilitě 3,8%. Jelikož vyšší výnosy státních dluhopisů oslabují výkonnost jak akcií, tak dluhopisů, předpokládáme spíše podprůměrné výnosy u obou hlavních tříd aktiv. U komodit očekáváme celkově mírně záporný výsledek, avšak předpokládáme mimořádně silnou výkonnost zlata a slabé výnosy ropy.

Fondy vhodné pro pesimistický scénář:

Dluhopisová ostražitost (25%)	VIG Developed Market Short Term Bond Fund	VIG CHF Short Bond Fund	VIG European Equity Fund	VIG SocialTrend Equity Fund	VIG Gold Fund
-------------------------------	---	-------------------------	--------------------------	-----------------------------	---------------

Příloha

Příloha 1 – Souhrn akcií

Analýza citlivosti indexu MSCI All Country World a cílové výnosy na konci roku

MSCI All Country World – cílové hodnoty na konci roku

LT bezriziková sazba	Scénáře zisků vs. aktuální tržní konsenzus			
	15%	0%	-15%	-25%
3,00%	1 252	1 091	930	823
3,75%	1 242	1 082	923	816
4,50%	1 232	1 074	915	809
5,50%	1 219	1 062	905	801

■ Základní scénář ■ AI boom ■ Dluhopisová ostražitost

Zdroj: VIG Asset Management



MSCI All Country World – výnosy akcií

LT bezriziková sazba	Scénáře zisků vs. aktuální tržní konsenzus			
	15%	0%	-15%	-25%
3,00%	29%	12%	-4%	-15%
3,75%	28%	12%	-5%	-16%
4,50%	27%	11%	-6%	-17%
5,50%	26%	10%	-7%	-17%

Citlivost založená na dlouhodobých bezrizikových sazbách a meziročním růstu zisků porovnává aktuální tržní konsenzus. Zelené pole představuje scénář AI boom, modré pole scénář Fiskální stimul a červené pole scénář Ostražitost dluhopisových trhů.

Příloha 2 – Souhrn dluhopisů

Odhady výnosů jádrových trhů

	Prognóza konsenzu Bloomberg	Očekávaný konec 2026	Očekávaný 1 rok celkový výnos	Očekávaný konec 2026	Očekávaný 1 rok celkový výnos	Očekávaný konec 2026	Očekávaný 1 rok celkový výnos
		Základní scénář		AI boom		Dluhopisová ostražitost	
USA 10 let	4,10%	4,50%	1,50%	3,75%	6,40%	5,25%	-0,30%
EZ průměrný 10letý výnos	3,00%	3,50%	2,20%	3,00%	5,70%	4,00%	-5,50%
Spread EM v USD (bb,%)	310	280	5,30%	250	12,50%	450	-10,30%

Odhady výnosů v regionu CEE

	Prognóza konsenzu Bloomberg	Očekávaný konec 2026	Očekávaný 1 rok celkový výnos	Očekávaný konec 2026	Očekávaný 1 rok celkový výnos	Očekávaný konec 2026	Očekávaný 1 rok celkový výnos
		Základní scénář		AI boom		Dluhopisová ostražitost	
Česká Republika	4,60%	4,50%	4,80%	4,25%	6,20%	6,50%	-6,30%
Maďarsko	7,00%	6,25%	10,00%	6,00%	11,10%	8,50%	-0,10%
Polsko	5,30%	5,00%	5,10%	4,50%	7,10%	7,00%	-3,10%
Rumunsko	6,90%	7,00%	6,30%	6,50%	8,40%	10,00%	-6,50%

Makroekonomické předpoklady

	Skutečnost (30. 11.)	Konsenzus Bloomberg	ZÁKLADNÍ – Fiskální stimul	OPTIMISTICKÝ – Produktivitní boom tažený AI	PESIMISTICKÝ – Ostražitost dluhopisových trhů
FED	4,00%	3,25%	3,50%	2,75%	2,00%
Americký státní dluhopis 10 let	4,10%	4,10%	4,50%	3,75%	5,25%
ECB	2,00%	2,00%	2,00%	1,75%	1,50%
Průměrný 10letý výnos eurozóny	3,40%	3,00%	3,50%	3,00%	4,00%
EURUSD	1,16	1,21	1,25	1,10	1,30
CZ	4,60%	3,90%	4,50%	4,25%	6,50%
HU	7,00%	6,50%	6,25%	6,00%	8,50%
PL	5,30%	4,95%	5,00%	4,50%	7,00%
RO	6,90%	7,69%	7,00%	6,50%	10,00%
Spread EMBIG	265	310	280	250	450
Zlato	4100	4275	4500	3000	6000
Ropa	60	28	65	50	40
BCOM Index	110		121	85	115

Dlouhodobé ocenění akcií

András Loncsák, Chief Investment Officer

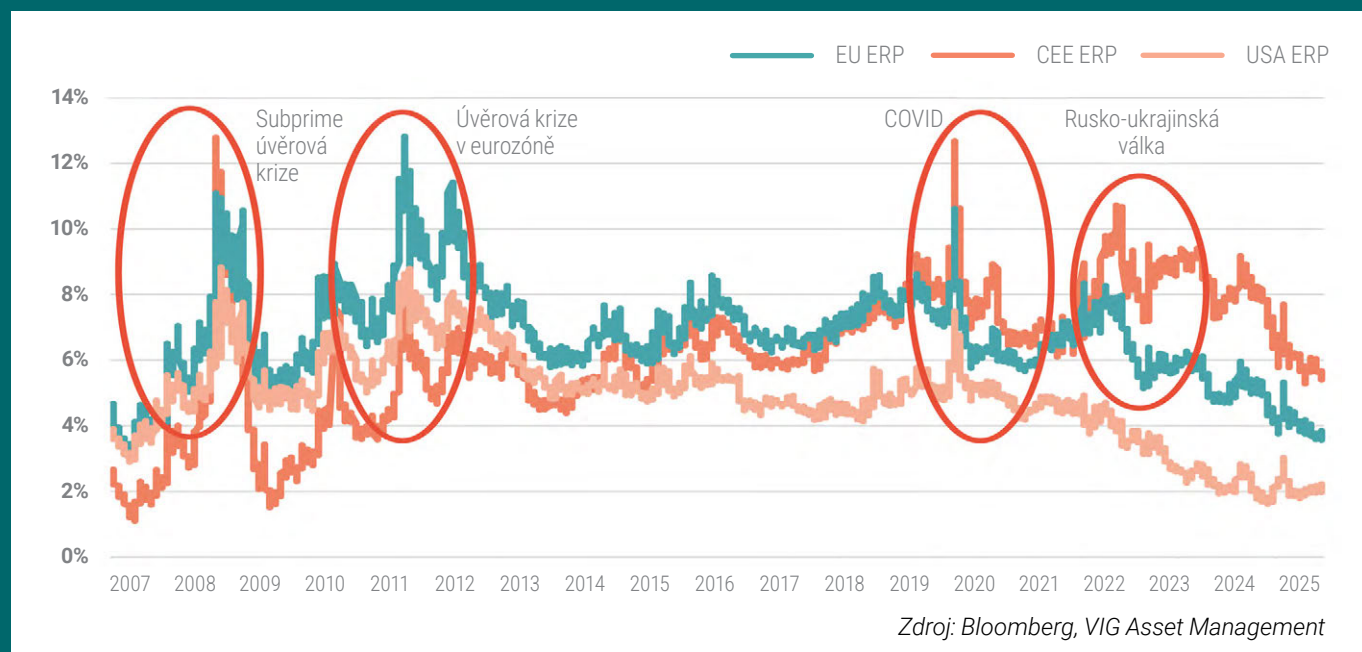
Dosažení reálných, tedy o inflaci očištěných výnosů v dlouhém časovém horizontu je možné jak prostřednictvím dluhopisových investic s kratší i delší durací, tak i prostřednictvím akcií. Platí však, že čím delší je durace dluhopisů nebo čím vyšší je podíl akcií v hypotetickém stoletém portfoliu, tím vyšší je dosažený reálný výnos – ovšem za cenu vyšší volatility ve srovnání se strategií zaměřenou na krátkodobé dluhopisy. Benjamin Graham, jeden z nejvýznamnějších hodnotových investorů minulého století, zastával názor, že akciová složka portfolia by nikdy neměla klesnout pod 25% ani překročit 75%. Podle něj by se při vysokém ocenění akciových trhů měla alokace pohybovat blíže k dolní hranici, zatímco v obdobích tržního stresu – kdy ceny klesají a společnosti se stávají podhodnocenými – by se podíl akcií měl přibližovat k horní hranici. Tento reaktivní přístup k alokaci, který upravuje poměr mezi akciemi a dluhopisy v závislosti na vývoji ocenění, může dále zvyšovat reálné výnosy. Právě proto zůstává pravidelné hodnocení tržních valuací tak důležité – ve výsledku totiž odrážejí kolektivní očekávání investorů ohledně budoucího ekonomického a finančního vývoje.

Dalším základním principem akciového investování je skutečnost, že valuace jsou slabým krátkodobým indikátorem – v současné růstové fázi investoři například

nevěnují poměrům P/E v technologickém sektoru takovou pozornost, jakou by bylo možné očekávat. V delším časovém horizontu se však valuace stávají klíčovým signálem. Ukazatel akciové rizikové premie (Equity Risk Premium, ERP) vyjadřuje, zda je do akcií ve srovnání s dluhopisy započten spíše optimismus, nebo opatrnost. Jak ukazuje níže uvedený graf, americké akcie dosáhly úrovně optimismu, která nebyla zaznamenána od období před úvěrovou krizí v roce 2007, přičemž ERP se pohybuje pouze kolem 1%. Historicky se prudké nárůsty ERP – během globální finanční krize, dluhové krize eurozóny či pandemického šoku COVID-19 – shodovaly s výraznými korekcemi na akciových trzích. Stejný vzorec byl patrný také během asijské finanční krize v roce 1997 a při splasknutí technologické bubliny v roce 2000. V obdobích, kdy se akcie stávají nadhodnocenými a ERP klesá na velmi nízké úrovně, nebyly následné propady v rozsahu 40–50% ničím výjimečným.

Ačkoli mohou americké akciové trhy v roce 2026 dále růst, jakákoli změna vnímání investorů nebo vznik nového, nepředvídaného rizika by mohl vyvolat výraznou přecenění akcií vůči dluhopisům a potenciálně otevřít cestu k medvědímu trhu. Nejde o náš základní scénář, investoři by si však tohoto rizika měli být vědomi.

Akciové rizikové premie (ERP) 2007–2025



Výhled USD

Scénářová analýza

Gábor Németh, senior portfolio manažer



Základní scénář: strukturálně slabší dolar (EUR/USD 1,20–1,25)

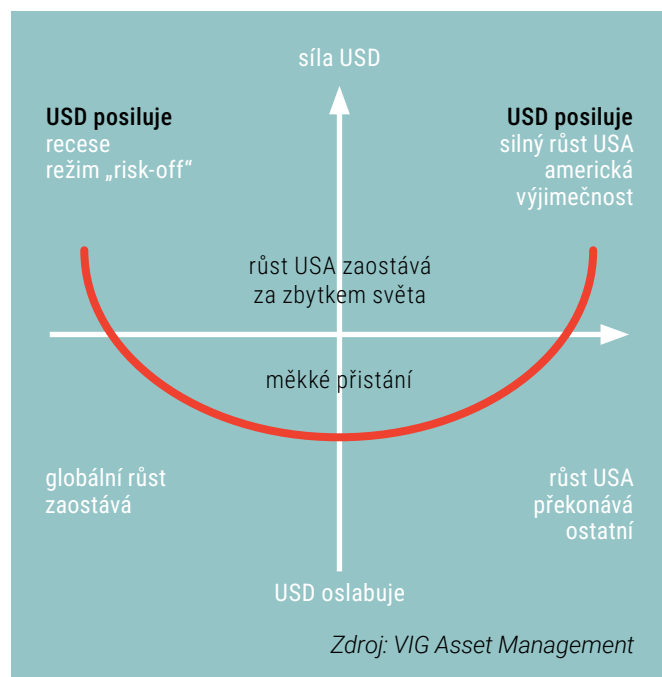
Politické nastavení administrativy Donalda Trumpa i nadále směřuje ke slabšímu dolaru, přičemž se očekává, že Federální rezervní systém sníží úrokové sazby hned několikrát – a to i v prostředí, kde makroekonomické fundamenty takto výrazné uvolnění nemusí plně ospravedlňovat. Po většinu roku 2025, zejména v jeho první polovině, tržní pohyby úzce sledovaly nepředvídatelné kroky a vyjednávací taktiky Donalda Trumpa. Epizody náhlého oslabení amerického dolaru byly zpravidla spojeny s konkrétními rizikovými událostmi: oznámením recipročních cel, přetrvávajícím politickým tlakem na Federální rezervní systém, požadavky na okamžité snížení sazeb, představením německého fiskálního stimulačního balíčku či opakovanými eskalacemi obchodního konfliktu s Čínou.

V mnoha ohledech začala hospodářská politika USA připomínat politiku rozvíjejících se trhů – se všemi souvisejícími riziky. Dlouhodobě zakořeněná představa tzv. „americké výjimečnosti“ byla v některých obdobích zpochybněna, což vedlo k odlivu kapitálu do jiných regionů. Index DXY tak v první polovině roku oslabil o 11%, což představuje nejprudší půlroční pokles od roku 1972.

Tržní konsenzus tomuto scénáři přisuzuje nejvyšší pravděpodobnost: kurz EUR/USD se posouvá do pásma 1,20–1,25 a americký dolar celkově oslabuje. To by vyžadovalo další snižování sazeb Fedu, přičemž klíčová úroková sazba by klesla zhruba k úrovni 3,5%, případně i níže. Takový vývoj by mohl být vyvolán nejen citelným ochlazením amerického trhu práce, ale také scénářem, v němž hospodářský růst zůstane odolnější, než se očekává, zatímco administrativní – s podporou nově jmenovaného předsedy Fedu – vyvine politický tlak na výraznější snížení sazeb, než by odpovídalo fundamentům.

Na dolar by mohly dále negativně působit i strukturální tlaky vyplývající z rozšiřujícího se fiskálního deficitu a zhoršujících se dluhových ukazatelů, případně zpomalení vyvolané splasknutím „AI bubliny“. Tyto faktory se však již částečně překrývají s alternativními scénáři popsanými níže.

Klasický „USD smile“



Středně pravděpodobný scénář: žádná neortodoxní opatření, odolný růst USA (EUR/USD klesá k 1,10)

V rámci klasického konceptu „dolarového úsměvu“ by slabší dolar podporoval také silnější relativní růst mimo Spojené státy. V eurozóně může postupně zrychlující fiskální stimul podpořit cyklickou dynamiku, zatímco na rozvíjejících se trzích by slabší dolar mohl posílit pozitivní spirálu nižších rizikových prémie, klesajících měnověpolitických sazeb a silnějších měn.

Rizikové události zůstávají i nadále úzce spojeny s Donaldem Trumpem. Je obtížné si představit rok bez nových oznámení cel nebo nečekaných zvrátů v dočasném příměří mezi USA a Čínou. Pravděpodobný je rovněž přetrvávající politický tlak na Federální rezervní systém, jak již bylo uvedeno výše.

Nečekané politické manévry před americkými volbami do Kongresu v roce 2026 mohou rovněž zvýšit rizikové premie. Paradoxně však největším rizikem pro scénář slabšího dolaru je právě absence takových překvapení.

Navzdory tomu považujeme prostředí slabšího dolaru za základní scénář, protože snižování obchodního deficitu USA a zvyšování konkurenceschopnosti amerického průmyslu zůstávají klíčovými strategickými cíli Trumpovy administrativy. Vyšší cla, slabší dolar a nižší úrokové sazby jsou vnímány jako zásadní nástroje k dosažení těchto cílů. Trumpův oblíbený ekonom Stephen Miran, který nyní působí jako člen vedení Fedu, opakovaně zdůrazňoval, že obchodní deficit USA není primárně důsledkem fiskální politiky, ale nadhodnoceného dolaru. Vzhledem k tomu, že řada jeho návrhů již byla realizována, je nepravděpodobné, že by strategická preference slabšího dolaru v dohledné době zmizela.

Aby však dolar oslabil výrazněji, než očekává tržní konsenzus, bude pravděpodobně zapotřebí nový narativ, například:

- hlubší než očekávané snížení úrokových sazeb,
- devizová intervence ve stylu dohody Plaza Accord,
- nebo dokonce zavedení kontroly výnosové křivky (yield curve control, YCC) s cílem potlačit dlouhodobé výnosy amerických státních dluhopisů.

Pokud by v roce 2026 následovala další opatření, historické paralely naznačují, že prostor pro další oslabení dolaru zůstává značný: mezi lety 1974–1978 dolar oslabil přibližně o 25%, v letech 1985–1987 o více než 50% a mezi lety 2002–2008 o více než 40%.

Bez dalších překvapení ze strany amerických tvůrců politiky by se dolar mohl stabilizovat, nalézt své dno, případně dokonce znovu posílit. Obchodní konflikt se zdá být utlumený a trhy reagují na zprávy o clech podstatně méně citlivě než dříve. V situaci, kdy Spojené státy dosahují výsledků v oblasti cel, které jsou v souladu s jejich zájmy, může klesat politická nejistota – což je faktor, který dolar tradičně podporuje.

Po dočasném zakolísání v dubnu se rovněž znovu objevuje narativ „americké výjimečnosti“ a úrokové diferenciály se mohou opět začít vyvíjet ve prospěch dolaru. S blížícími se volbami do Kongresu v roce 2026 bude Trump pravděpodobně klást důraz na silnou ekonomiku, čímž se sníží motivace k politickým šokům nebo k opětovné eskalaci obchodních sporů.

Výrazně silnější než očekávaný hospodářský růst USA, tažený prodlouženým AI-řízeným růstem produktivity, by dolar jednoznačně podpořil.

Alternativní scénář: dluhová krize, prudký růst dlouhodobých výnosů nebo splasknutí AI bubliny – Fed snižuje sazby hluboko pod 3 %, USD kolabuje (EUR/USD nad 1,30)

„Očekávejte neočekávané.“ Přestože implikované pravděpodobnosti recese zůstávají nízké, americkou finanční stabilitu ohrožuje několik zranitelných míst: extrémní koncentrace trhů, napjaté valuace, euforie spojená s umělou inteligencí a rostoucí závislost amerických domácností na výkonnosti akciových trhů. Zůstává nejisté, zda masivní investice do AI skutečně přinesou očekávané výnosy.

Na globální úrovni jsou strukturálně rostoucí úrovně zadlužení a přetrvávající fiskální deficity stále méně udržitelné. Vzpoura dluhopisových trhů by mohla vyhnat dlouhodobé výnosy prudce vzhůru – což bývá často předzvěstí recese.

V takovém prostředí čelí Fed zásadnímu dilematu: pokud by rychle rostoucí dlouhodobé výnosy vyvolaly tržní napětí, samotné snižování krátkodobých sazeb by mohlo nestabilitu ještě prohloubit. Historicky však Fed reaguje rychleji a razantněji než ostatní centrální banky – a tento rys by se mohl pod novým vedením ještě posílit. V recesním prostředí dolar obvykle prudce oslabuje, což by se pravděpodobně zopakovalo i tentokrát.

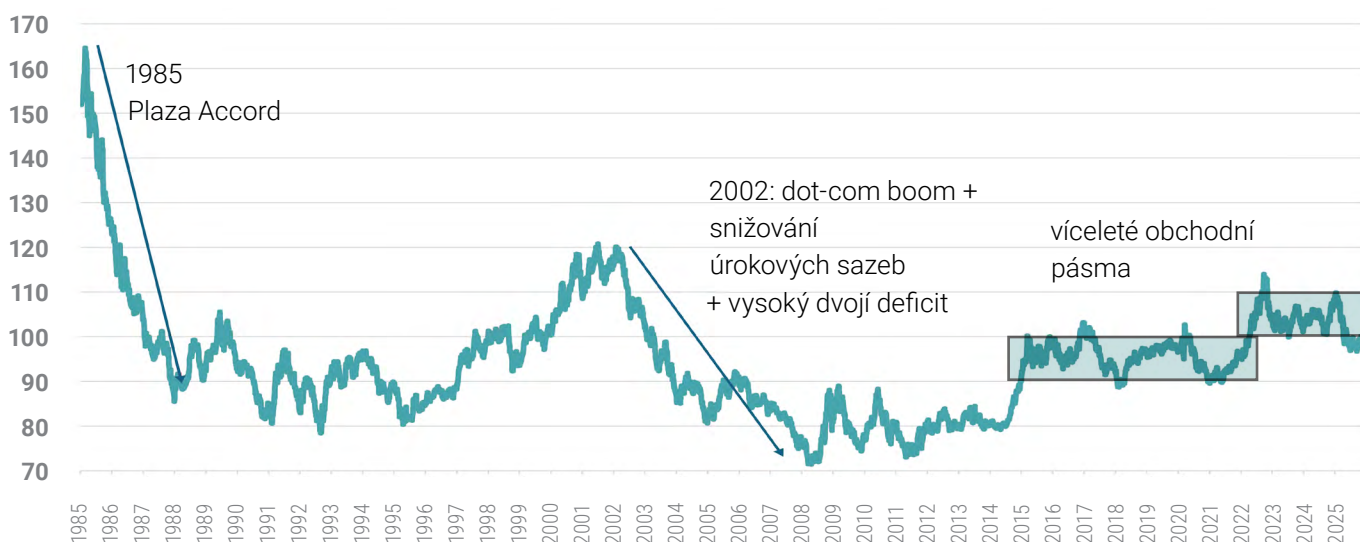
V počáteční fázi šoku by však měny rozvíjejících se trhů trpěly v důsledku nárůstu rizikových premií a rozpadu carry obchodů, což by omezilo jejich bezprostřední přínos ze slabšího dolaru.

Skutečný „divoký scénář“ by nastal v případě nečekaných kroků ze strany Trumpa či Fedu: obnovení obchodní války s Čínou nebo – v extrémnějším případě – zavedení kontroly výnosové křivky s cílem zastropovat dlouhodobé výnosy amerických státních dluhopisů (například na úrovni 3,5 %). Taková opatření by mohla vyvolat vážnou dolarovou krizi a posunout kurz EUR/USD nad hranici 1,30.

Shrnutí

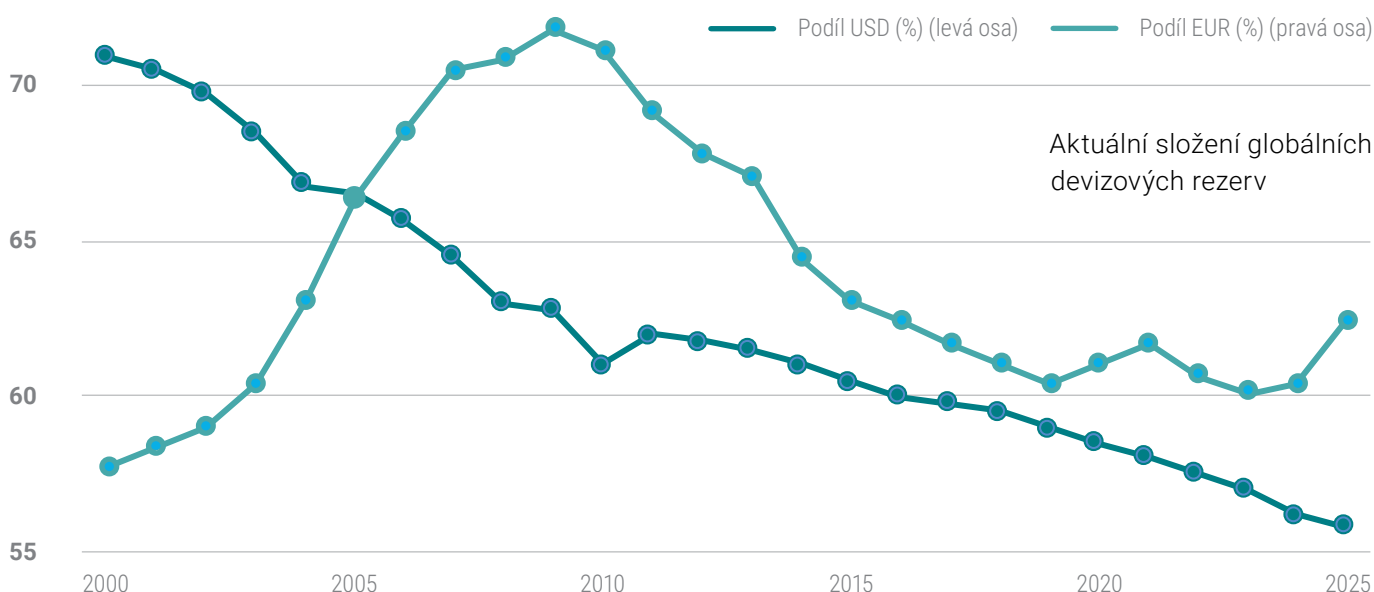
Náš základní scénář i nadále počítá s růstem kurzu EUR/USD nad úroveň 1,20. Aby však dolar oslabil ještě výrazněji, bude muset Trumpova administrativa přijít s novými politickými kroky – stávající narativy postupně ztrácejí dynamiku. Nadále zastáváme strukturálně medvědí pohled na americký dolar, protože jeho oslabování je v souladu s klíčovými strategickými cíli administrativy i jejích hlavních ekonomických poradců. Naplnění tohoto scénáře v roce 2026 však bude s vysokou pravděpodobností vyžadovat obnovenou a aktivní politickou iniciativu.

Vývoj dolarového indexu DXY za posledních 40 let



Zdroj: Bloomberg, VIG Asset Management

Podíl USD na devizových rezervách klesl, podíl EUR vzrostl ve 2. čtvrtletí 2025



Zdroj: Bloomberg

Veřejný dluh

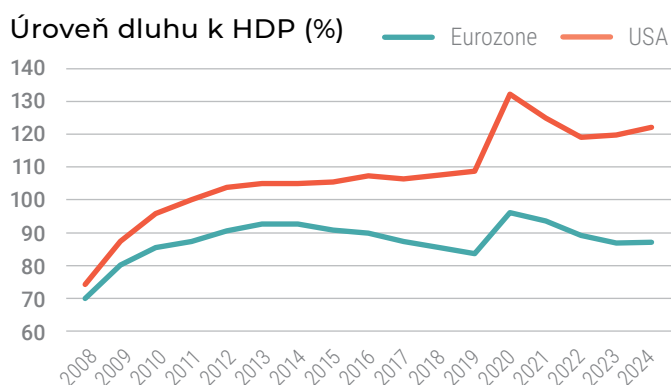
Jak dlouho budou trhy tolerovat vysokou úroveň veřejného zadlužení?

Mátyás Király-Kovács, portfolio manažer

Přichází kontrola výnosové křivky (YCC)?

Na počátku 10. let tohoto století opakovaně narušovala důvěru investorů evropská dluhová krize – především v Řecku. S cílem udržet zadlužení pod kontrolou zavedla Evropská centrální banka vedle fiskální konsolidace řadu mimořádných opatření: spustila programy dodávání likvidity a nákupů dluhopisů a v do té doby nepředstavitelném kroku snížila depozitní sazbu do záporného pásma až na $-0,5\%$. Desátá léta byla tak charakterizována politikou nulových úrokových sazeb (ZIRP – Zero Interest Rate Policy) jak v eurozóně, tak ve Spojených státech, kde Fed po subprime krizi v roce 2008 snížil základní sazbu na $0-0,25\%$ a v rámci programů kvantitativního uvolňování (QE) nakupoval státní dluhopisy a cenné papíry kryté hypotékami.

Díky těmto opatřením se úroveň zadlužení v Evropě ve druhé polovině 10. let snížila, zatímco tempo růstu veřejného dluhu v USA se výrazně zpomalilo. Další prudký nárůst zadlužení však přišel v roce 2020 v důsledku pandemického šoku Covid-19: ve Spojených státech vyskočil poměr dluhu k HDP z 109% na více než 130% , zatímco v eurozóně vzrostl z 84% na 97% . Od pandemie se však vývoj v obou regionech rozešel – v eurozóně se dluhový poměr snížil téměř o 10 procentních bodů, zatímco v USA se očekává, že poměr dluhu k HDP do konce roku 2025 vzroste až k úrovni okolo 125% .



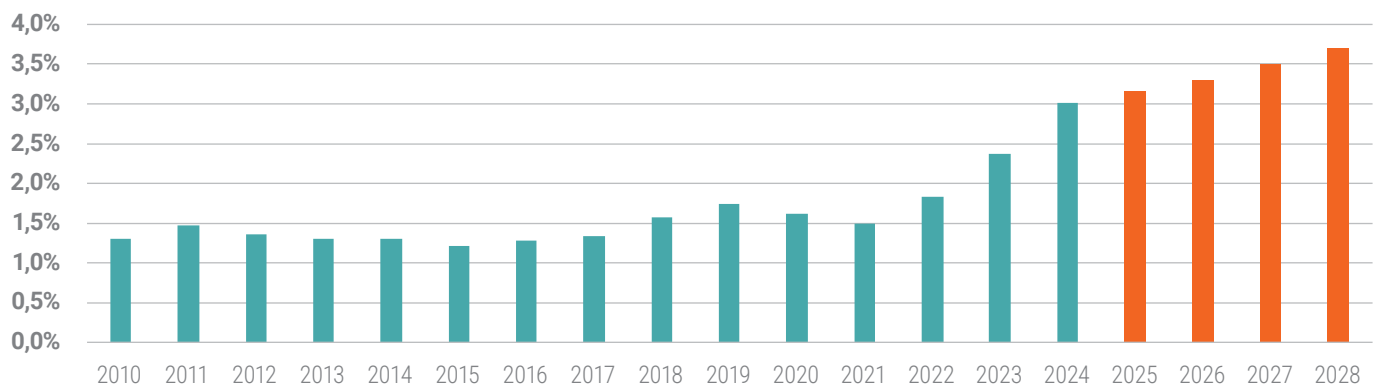
Zdroj: Bloomberg



Není proto překvapivé, že investoři začínají zpochybňovat dlouhodobou udržitelnost dluhové dynamiky Spojených států. Tento posun se odráží i na dluhopisových trzích v podobě vyšších termínových premií, rostoucích reálných výnosů a strmější výnosové křivky. Výhled navíc dále zhoršuje skutečnost, že na základě dosavadních kroků Trumpovy administrativy zůstane rozpočtový deficit USA pravděpodobně nad hranicí 6% HDP i v letošním roce a v následujících letech.

Současně prudce rostou náklady na obsluhu dluhu: úrokové platby dosáhly v USA v roce 2024 úrovně $3,0\%$ HDP, což představuje výrazný nárůst oproti předchozím letům. Podle současných makroekonomických prognóz budou náklady na úrokové platby z amerického dluhu v příštích letech dále růst. Tyto trendy se promítly i do hodnocení státního úvěrového rizika: v roce 2023 snížila agentura Fitch rating USA z AAA na AA+ a v roce 2025 přistoupila agentura Moody's ke snížení z Aaa na Aa1 (agentura S&P snížila rating USA z AAA již v roce 2011).

Vývoj obsluhy dluhu USA (úrokové platby k HDP, %)



Zdroj: IMF

V tuto chvíli lze říci, že trhy stále považují přibližně 120% poměr dluhu k HDP v USA za přijatelný, jelikož nejde ani o historicky, ani mezinárodně extrémní hodnotu. Tomu odpovídá i relativní stabilita dluhopisových výnosů. Důvěra však může rychle erodovat, neboť současná trajektorie zadlužení je při stávajících parametrech neudržitelná. Výraznější růst výnosů by dále zvýšil náklady financování, což by vedlo k dalšímu zrychlení zadlužování v prognózovaném horizontu a mohlo by si nakonec vynutit politickou reakci – buď fiskální (snížení deficitu), nebo měnovou (urychlení nákupů dluhopisů).

Můžeme v USA v roce 2026 očekávat kontrolu výnosové křivky (YCC)?

Tvůrci politik mají jen omezený přímý vliv na dlouhodobé výnosy – alespoň bez výše zmíněných zásahů – protože ty jsou primárně formovány tržními silami. Krátkodobé výnosy je však ovlivňovat snazší. Americký ministr financí Scott Bessent, stejně jako prezident Trump, pravidelně kritizují vedení Fedu s argumentem, že vysoké úrokové sazby poškozují ekonomiku. Nový předseda Fedu – jmenovaný Trumpem – proto pravděpodobně v příštím roce přistoupí k dalšímu snížení základní sazby, což by snížilo výnosy krátkodobých státních dluhopisů.

Další snižování sazeb však bude důvěryhodné pouze v případě, že investoři nezačnou vnímat rostoucí inflační rizika. V opačném případě by vyšší inflační očekávání tlačila dlouhodobé výnosy vzhůru (docházelo by ke strmění výnosové křivky), čímž by se zvýšily náklady USA na obsluhu nově emitovaného dluhu.

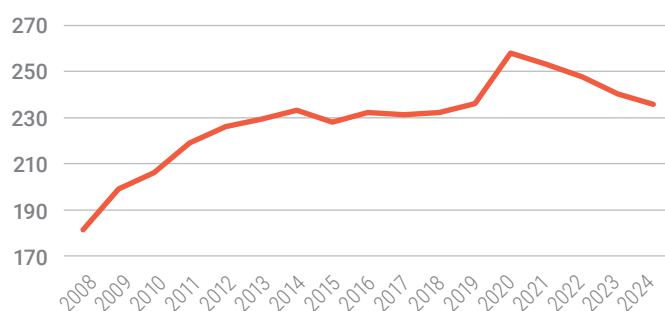
Tvůrci politik mají k dispozici několik nástrojů, jak výnosy ovlivňovat. Snížení základní sazby stlačuje krátkodobé výnosy, což může vést k přesunu emisí státního dluhu do kratších splatností, které se při nižších sazbách financují levněji. Omezení nabídky dlouhodobých

dluhopisů – za předpokladu, že poptávka zůstane stejná nebo klesne pomaleji – by rovněž tlumilo dlouhodobé výnosy. Vzhledem k tomu, že udržení výnosů „pod kontrolou“, tedy snížení nákladů na financování dluhu, je ekonomicky žádoucí, je zcela reálné, že nový předseda Fedu blízky Trumpově administrativě po svém nástupu v květnu 2026 opět rozšíří rozvalu centrální banky a zvýší objem nákupů dluhopisů. Již na říjnovém zasedání FOMC bylo rozhodnuto zachovat objem nákupů aktiv, čímž se ukončilo nedávné období postupného snižování tempa nákupů.

Podle průzkumu mezi správci fondů (BoFA Global Fund Manager Survey) existuje 54% pravděpodobnost, že nový předseda Fedu – nastupující v květnu 2026 – se pokusí stlačit dlouhodobé výnosy amerických státních dluhopisů prostřednictvím kvantitativního uvolňování (QE) nebo kontroly výnosové křivky (YCC), a tím snížit náklady na obsluhu amerického dluhu.

Co v praxi znamená kontrola výnosové křivky (YCC)? Kontrola výnosové křivky znamená, že centrální banka cíluje konkrétní úroveň výnosů u vybraných splatností (například dvouletých nebo desetiletých dluhopisů) a za účelem udržení těchto úrovní nakupuje státní dluhopisy – potenciálně v neomezeném objemu. Japonsko zavedlo YCC v roce 2016 s cílem udržet krátkodobou sazbu na -0,1% a desetiletý výnos na úrovni 0%. Japonskou zkušenost lze považovat za relativně úspěšnou: nedošlo k výraznému nárůstu inflace, ekonomika byla podpořena a úroveň zadlužení se dále výrazně nezvyšovala. Japon-

Dluh k HDP (%), Japonsko



Zdroj: Bloomberg

ský jen však od roku 2021 oslabil vůči americkému dolaru o více než 40%, protože Bank of Japan zintenzivnila nákupy dluhopisů, aby udržela výnosy stabilní navzdory rostoucí inflaci.

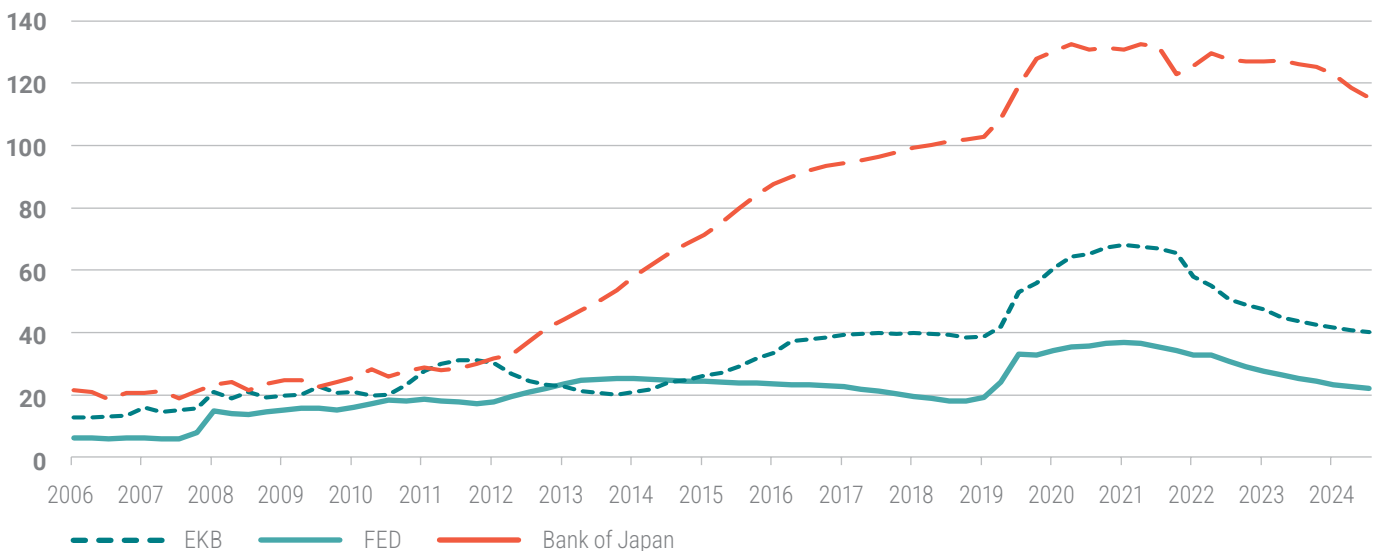
Pokud by po zavedení kontroly výnosové křivky následoval prudký nárůst inflace, jednalo by se o tzv. „finanční represi“: investoři nakupující dluhopisy s nízkým nominálním výnosem by v reálném vyjádření dosahovali záporných výnosů v důsledku vyšší inflace.

Shrnutí: Celkově investoři neočekávají, že by Fed zahájil kontrolu výnosové křivky již v roce 2026. Krátkodobé cíle hospodářské politiky, podpořené novým vedením

Fedu, však mohou relativně snadno vést k výraznějšímu měnovému uvolnění: vedle snižování sazeb může Fed opět rozšířit svou rozvahu a navýšit nákupy státních dluhopisů.

V takovém případě by se Spojené státy postupně posouvaly směrem k tzv. „ekonomice pod vysokým tlakem“, v níž jsou jak fiskální, tak měnová politika výrazně expanzivní. Namísto dříve typického deficitu kolem 4% HDP (průměr v letech 2000–2019) by se 6% deficit mohl stát „novým normálem“ a rozvaha Fedu by opět začala růst. Silný fiskální i měnový stimul zvyšuje nabídku dolarů v ekonomice, což s sebou nese střednědobá inflační rizika a naznačuje další strukturální oslabení amerického dolaru.

Rozvahy centrálních bank v poměru k HDP (%)



Zdroj: Bloomberg



Rozvíjející se trhy

Silná výkonnost v roce 2025 vytváří základ pro slibný rok 2026

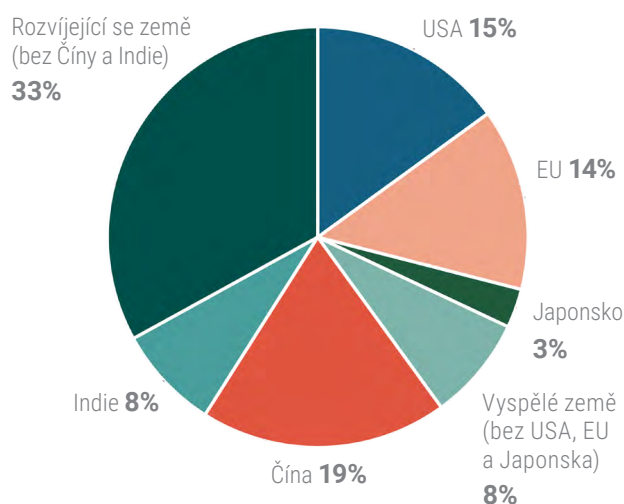
Csaba Miklós, portfolio manažer

Rozvíjející se trhy dosáhly v roce 2025 výrazně nadprůměrné výkonnosti a podrobnější pohled na základní ekonomické a strukturální faktory naznačuje, že výhled pro rok 2026 zůstává příznivý. Geopolitická i ekonomická váha rozvojových zemí nadále roste, a to díky dlouhodobým trendům, jako jsou demografie, věková struktura obyvatelstva, urbanizace, institucionální reformy a postupná liberalizace regulace kapitálových trhů. V paritě kupní síly již dnes rozvíjející se ekonomiky představují více než polovinu světového HDP a jejich tempo růstu dlouhodobě překonává vyspělé trhy.

Globální makroekonomické prostředí by mělo zůstat podpůrné a jeden z klíčových katalyzátorů dalšího posilování měn a aktiv rozvíjejících se trhů – slabší americký dolar – se podle všeho přenesení i do nadcházejícího roku. Strukturální faktory stojící za oslabováním dolaru, zejména postupné odbourávání dlouhodobých obchodních nerovnováh, se obvykle projevují v horizontu několika let. Rekordně vysoký deficit běžného účtu Spojených států vůči rozvíjejícím se trhům se akumuloval po dobu dvou



Rozdělení HDP (PPP) v roce 2024

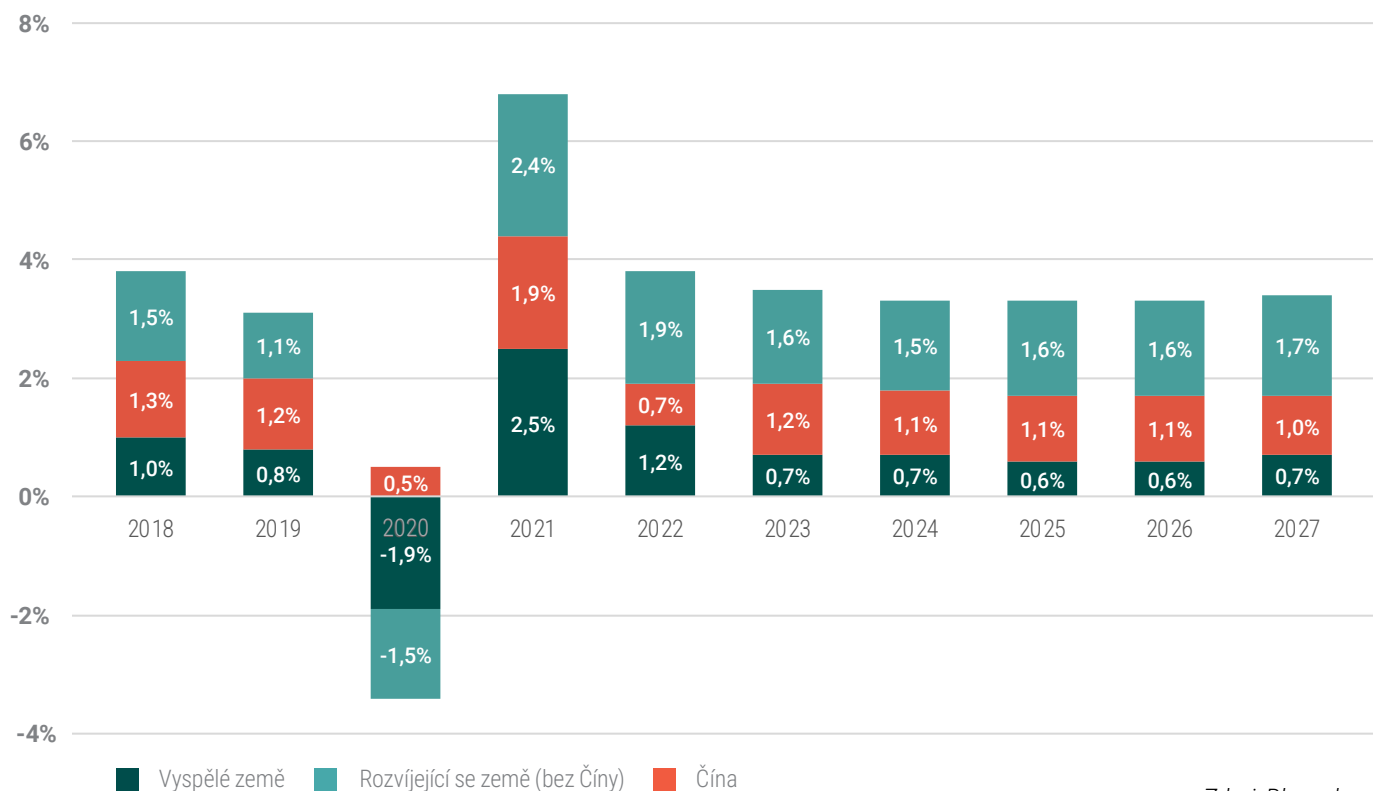


Zdroj: Bloomberg

dekád a jeho normalizace by přirozeně podpořila oslabení dolaru a posílení měn vyspělých i rozvíjejících se ekonomik. Krátkodobé a střednědobé faktory tento trend dále posilují: přísnější americký celní režim i zrychlující se cyklus snižování sazeb Fedu mohou vyvíjet dodatečný tlak na americkou měnu. S postupným ochlazováním amerického trhu práce může být centrální banka nucena uvolňovat měnovou politiku razantněji – dříve, častěji nebo ve větším rozsahu, než se v současnosti očekává. Vzhledem k tomu, že většina rozvíjejících se ekonomik je v cyklu snižování sazeb již výrazně dále, bude se pravděpodobně rozevírat úrokový diferenciál vůči USA, což dále zvyšuje atraktivitu aktiv rozvíjejících se trhů.

Příznivější ocenění ve srovnání s akciemi vyspělých trhů nadále podporuje investiční argument ve prospěch rozvíjejících se trhů, přestože regionální diferenciace zůstává klíčová. Region střední a východní Evropy se v tomto ohledu jeví jako jeden z nejatraktivnějších oceněných segmentů globálně, a to jak ve srovnání s vlastní historickou úrovní, tak vůči ostatním regionům rozvíjejících se trhů.

Příspěvek rozvíjejících se zemí k růstu globálního HDP



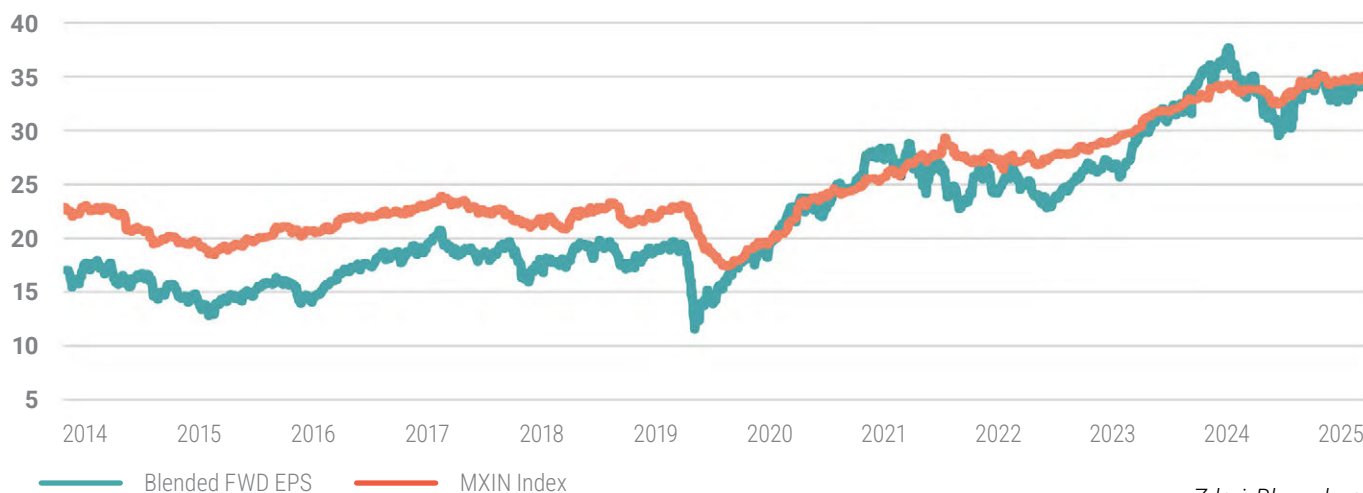
Zdroj: Bloomberg

Indie: fáze konsolidace jako příležitost k „dohánění“ v roce 2026

Indie – nejlidnatější země světa a druhá největší ekonomika mezi rozvíjejícími se trhy – si rovněž zaslouží zvláštní pozornost. Fiskální stimul, stále vstřícnější nastavení měnové politiky a pokračující strukturální reformy vytvářejí věrohodnou cestu k dosažení růstu HDP taženého domá-

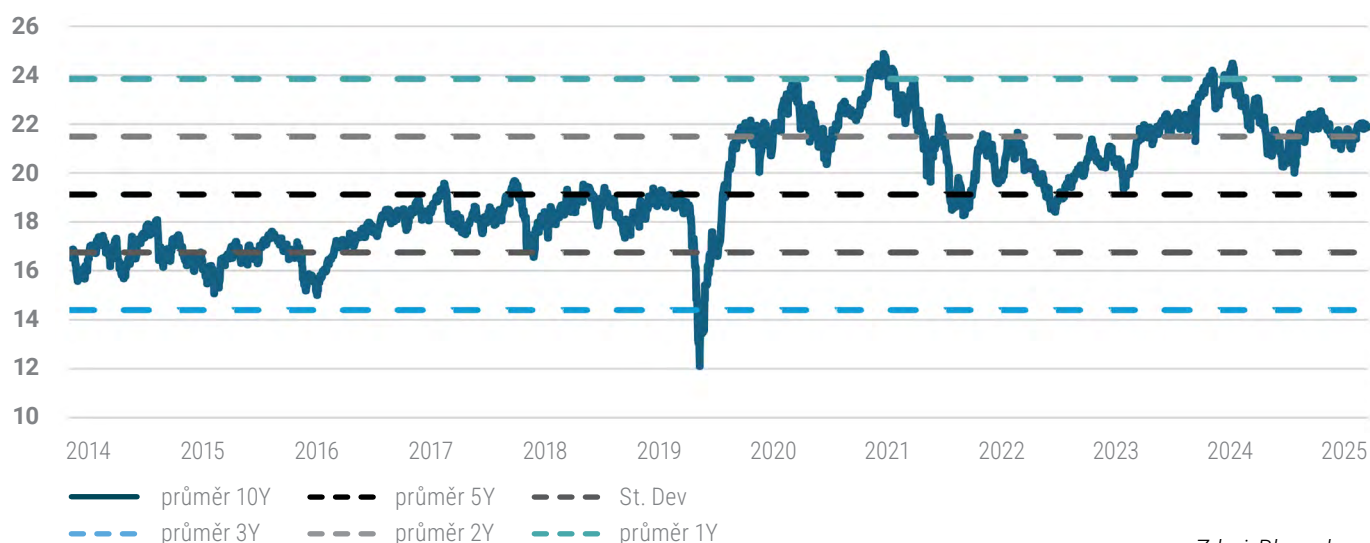
cí poptávkou na úrovni okolo 7%. Po několikaletém období nadvýkonnosti se indické akcie v roce 2025 odklonily od širších trendů rozvíjejících se trhů a vstoupily do fáze konsolidace. Zároveň se trhu nepodařilo držet krok s 5–15% posílením většiny měn vyspělých ekonomik vůči dolaru. Tento pohyb do strany však vedl ke zlepšení valuací akcií a k odbo-urání předchozích excesů, což naznačuje, že Indie by mohla patřit mezi nejzajímavější „catch-up“ příběhy roku 2026.

Indie – forward EPS (očekávaný zisk na akcii) a výkonnost indexu MSCI India (v USD)



Zdroj: Bloomberg

Forward P/E 12m – 12měsíční forward poměr ceny k zisku



Zdroj: Bloomberg

Jak zachytit AI trend na rozvíjejících se trzích?

V rámci rozvíjejícího se světa představuje Tchaj-wan – ekonomicky i institucionálně nejbližší vyspělým trhům – hlavní technologický proxy nástroj pro investice do emerging markets. Tchajwanské akcie historicky úzce kopírují výkonnost amerického technologického sektoru a s vysokou pravděpodobností zůstanou silně

navázány na globální megatrend umělé inteligence. Dominantní postavení společnosti TSMC, která tvoří přibližně 50% lokálního akciového indexu a generuje zhruba 75% svých tržeb na vyspělých trzích, tuto vazbu dále podtrhuje. Jako největší světová slévárna polovodičů a klíčový dodavatel předních globálních technologických společností – zejména společnosti Nvidia – zůstává Tchaj-wan strategickou vstupní branou k expozici vůči AI-řízenému růstu v rámci investičního univerza rozvíjejících se trhů.





Výhled pro střední a východní Evropu

András Loncsák, Chief Investment Officer

Ekonomiky regionu CEE stále čekají na obrat, s nadějí na zmírnění geopolitického napětí a obnovení hospodářského růstu.

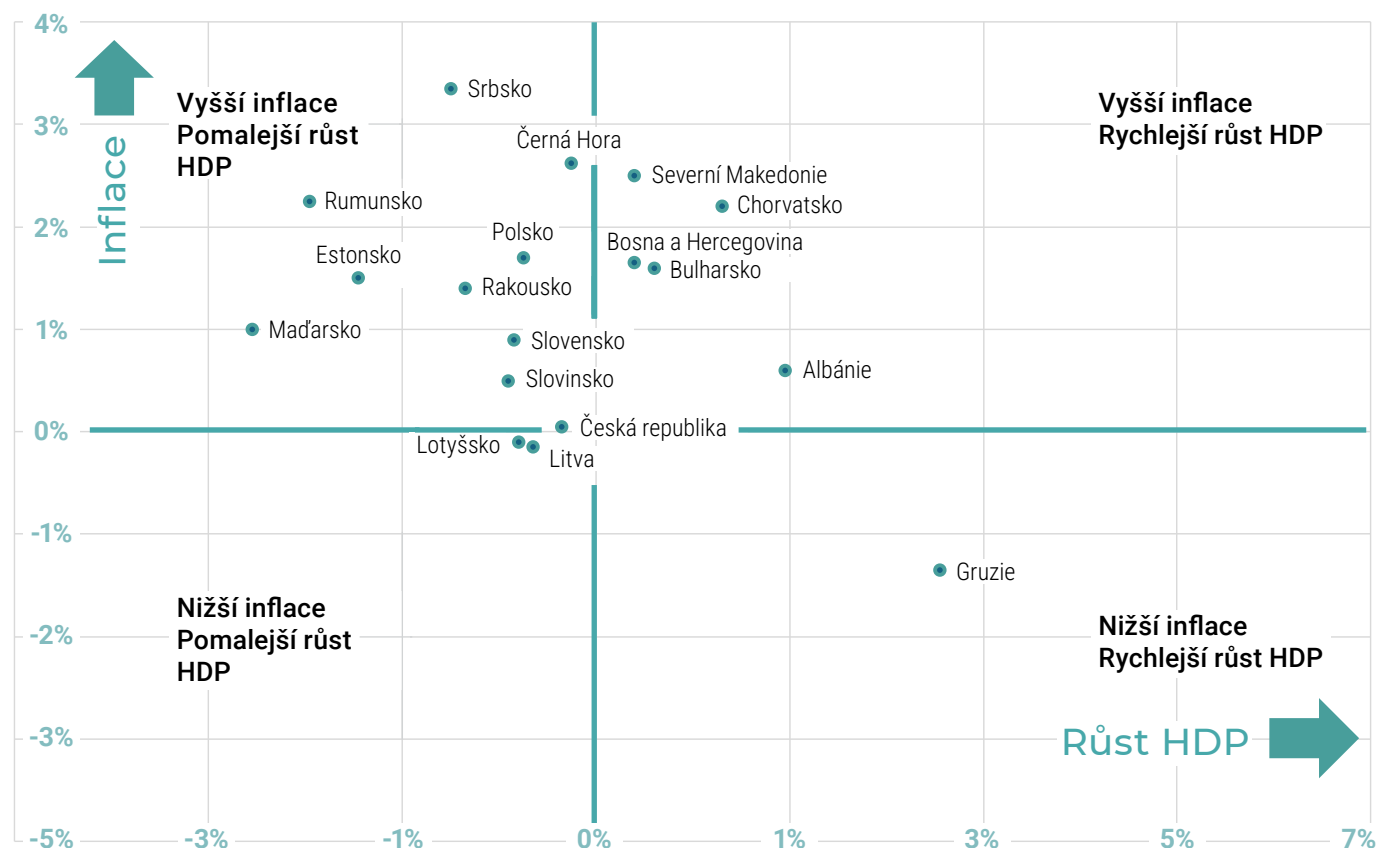
Růst HDP v regionu CEE

Region střední a východní Evropy se nadále nachází v prodloužené fázi vyčkávání, přičemž hospodářský růst zůstává výrazně slabší než v letech před pandemií a válkou. Inflace – i když postupně zpomaluje – se stále pohybuje výrazně nad úrovněmi před krizí, zatímco fiskální pozice se v důsledku absorbování po sobě jdoucích šoků citelně zhoršily. Tvůrci politik, podniky i investoři si jsou dobře vědomi, že region funguje pod svým potenciálem a v podstatě „čeká na změnu přílivu“. Trvalý návrat míru by nejen přispěl ke zklidnění situace, ale mohl by rovněž

otevřít prostor pro výrazné zlepšení klíčových makroekonomických ukazatelů – od silnějšího růstu a lépe ukotvené inflace až po postupnou stabilizaci rozpočtových bilancí.

Ačkoli proticyklické reakce hospodářské politiky pomohly zemím CEE překonat recesi vyvolanou pandemií Covid-19, tyto kroky – spolu s následnými otřesy spojenými s válkou mezi Ruskem a Ukrajinou – nepřinesly takovou míru růstu, jaká byla původně očekávána. Fiskální deficity přitom zůstaly zvýšené, zatížené slabší postkrizovou dynamikou růstu a přetrvávající vyšší inflací. V mnoha případech se navíc ukázalo jako obtížné stáhnout hospodářskou politiku z vysokých úrovní výdajů, které byly nasazeny během jednotlivých krizí. Výsledkem je, že ve většině ekonomik dosud nebyla obnovena makroekonomická rovnováha a dodatečná zátěž v podobě rostoucích výdajů na obranu nadále zatěžuje veřejné finance.

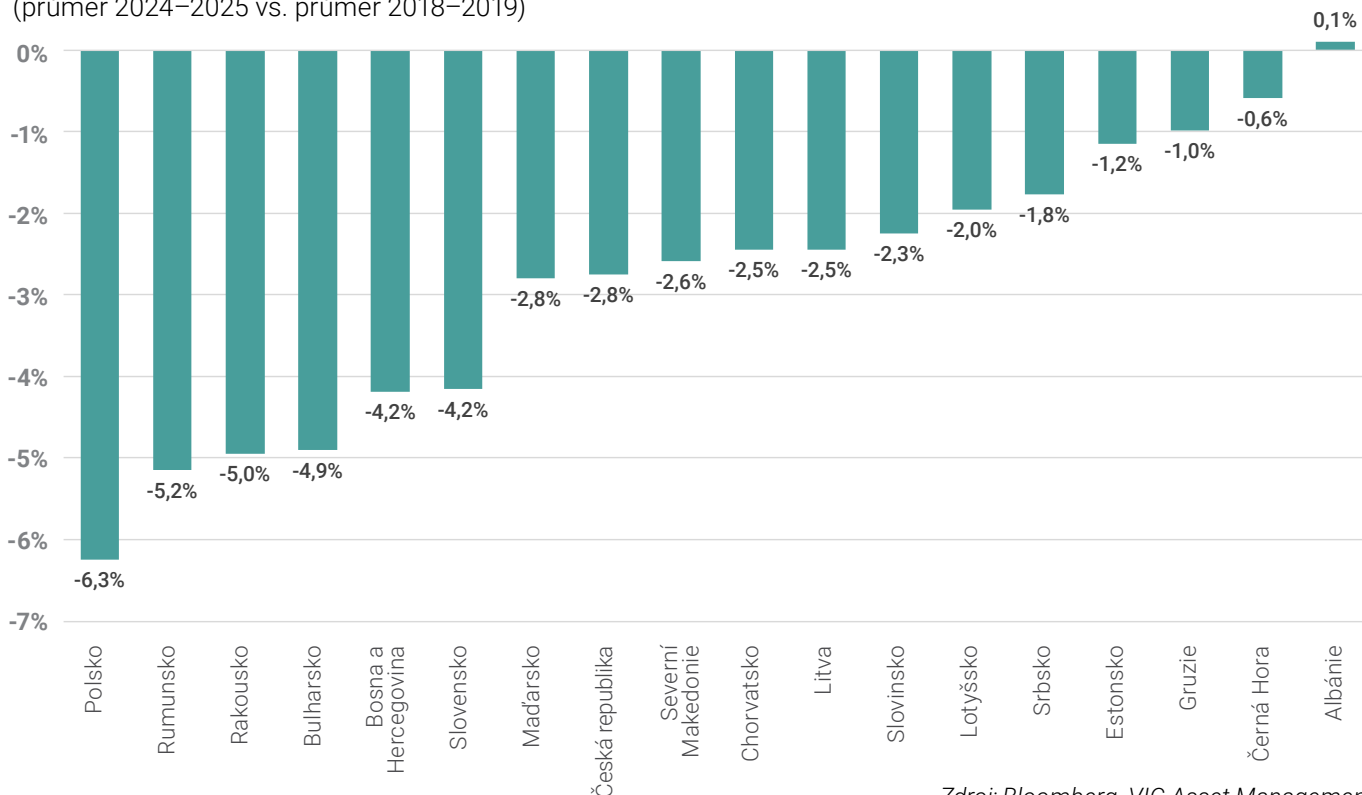
Rozdíl růstu HDP a inflace CPI oproti období před covidem a válkou (prům. 2024–2025 vs. prům. 2018–2019)



Zdroj: Bloomberg, VIG Asset Management

Zhoršení fiskální bilance po krizi oproti předkrizovému období

(průměr 2024–2025 vs. průměr 2018–2019)



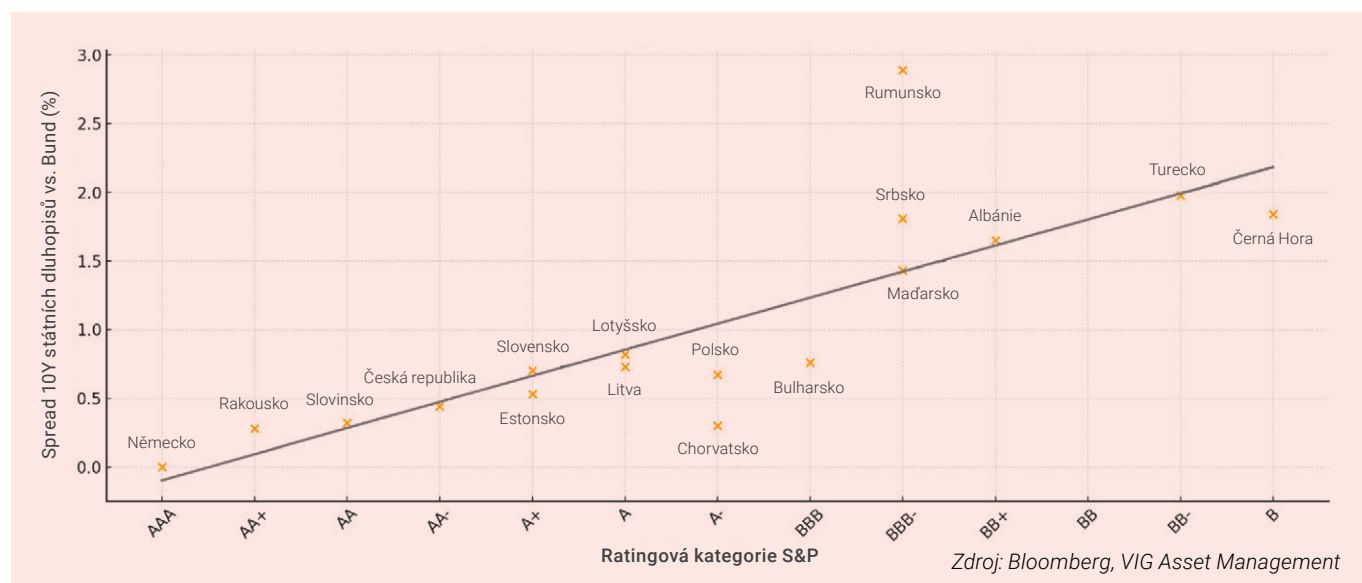
Zdroj: Bloomberg, VIG Asset Management

Vládní dluhopisy v regionu CEE

Rozpětí výnosů státních dluhopisů v regionu CEE stále více odráží rostoucí zátěž veřejných financí v řadě zemí. Ačkoli mezi úvěrovým ratingem a výnosovým spreadem desetiletých dluhopisů nadále existuje převážně lineární vztah, několik zemí se od tohoto trendu výrazně odchyluje. Rumunsko, hodnocené ratingem BBB–, se obchoduje se spreadem téměř 300 bazických bodů, což je výrazně více než u zemí se stejným ratingem. Trh tak jednoznač-

ně oceňuje zvýšená politická a fiskální rizika, stejně jako možnost dalších ratingových snížení. Z výnosového hlediska však Rumunsko nabízí jednu z nejzajímavějších carry příležitostí v regionu. Maďarsko a Srbsko, rovněž s ratingem BBB–, platí výraznou rizikovou prémii v rozmezí 140–180 bazických bodů, která odráží přetrvávající politická a fiskální rizika. V prostředí postupné makroekonomické stabilizace by se tato rozpětí mohla stát stále atraktivnějšími pro investory ochotné podstoupit mírné riziko.

Státní úvěrový rating vs. spread 10letých dluhopisů (s trendovou linií)



Zdroj: Bloomberg, VIG Asset Management



Akcie v regionu CEE

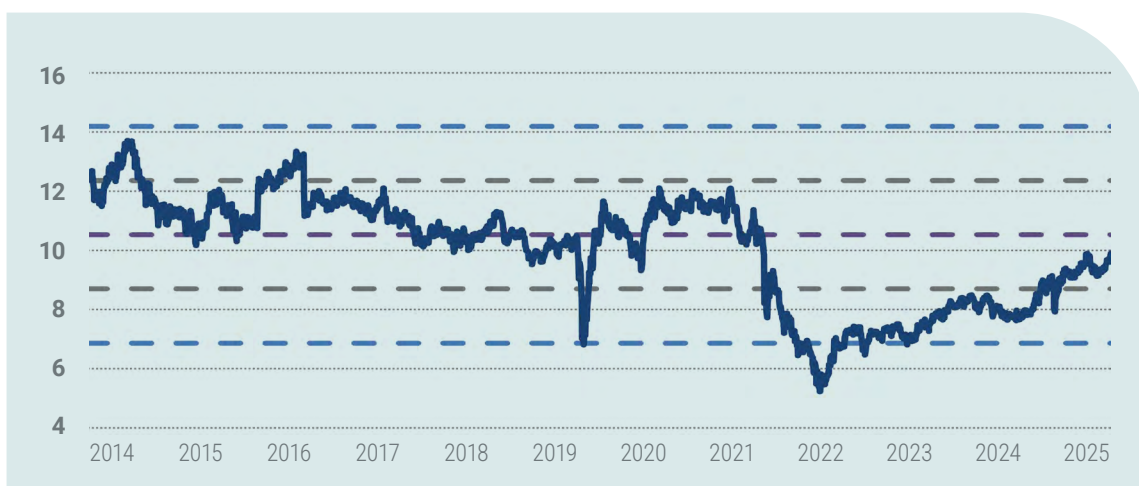
Globální akciové trhy zaznamenaly v roce 2025 mimořádně silnou výkonnost a pokračování tohoto trendu bude stále více záviset na naplnění optimističtějších makroekonomických a ziskových scénářů. Jak kdysi poznamenal Benjamin Graham, dlouhodobá výkonnost akcií je tažena především dividendovým výnosem a vývojem firemních zisků, přičemž tržní ocenění – například poměr ceny akcie k zisku (P/E) – hraje rovněž zásadní roli v delším časovém horizontu. Z pohledu P/E se většina hlavních akciových trhů dnes jeví jako drahá, přičemž valuace v několika regionech se nacházejí výrazně nad dlouhodobými průměry, zejména v technologických segmentech navázaných na umělou inteligenci. Výraznou výjimku představuje akciový trh CEE, kde se P/E násobky stále pohybují v jednociferných hodnotách a zůstávají pod svými desetiletými normami, což vytváří atraktivní vstupní bod pro investory.

Tento argument je dále posílen skutečností, že ziskové vyhlídky podniků v regionu CEE zůstávají obecně příznivé, což dále zvyšuje investiční atraktivitu regionu.

Ačkoli již akcie v regionu CEE nejsou tak levné ve srovnání s vlastní historií – válečný diskont se z velké části vytratil – nadále se obchodují s výrazným valučním diskontem vůči vyspělým i ostatním rozvíjejícím se trhům. Přestože je očekávaný růst zisků na akcii (EPS) pro příští rok v regionu CEE aktuálně nejnižší, analytici průběžně revidují směrem vzhůru odhady zisků pro rok 2025 u českých, polských, maďarských, rakouských a rumunských společností. Jak již bylo zmíněno, růst HDP v regionu CEE zůstává pod úrovními před krizí a případné ukončení války by pravděpodobně podpořilo širší ekonomické prostředí a tím i firemní ziskovost. Tato kombinace faktorů naznačuje, že region stále nabízí značný růstový potenciál pro investory exponované na akciových trzích CEE.

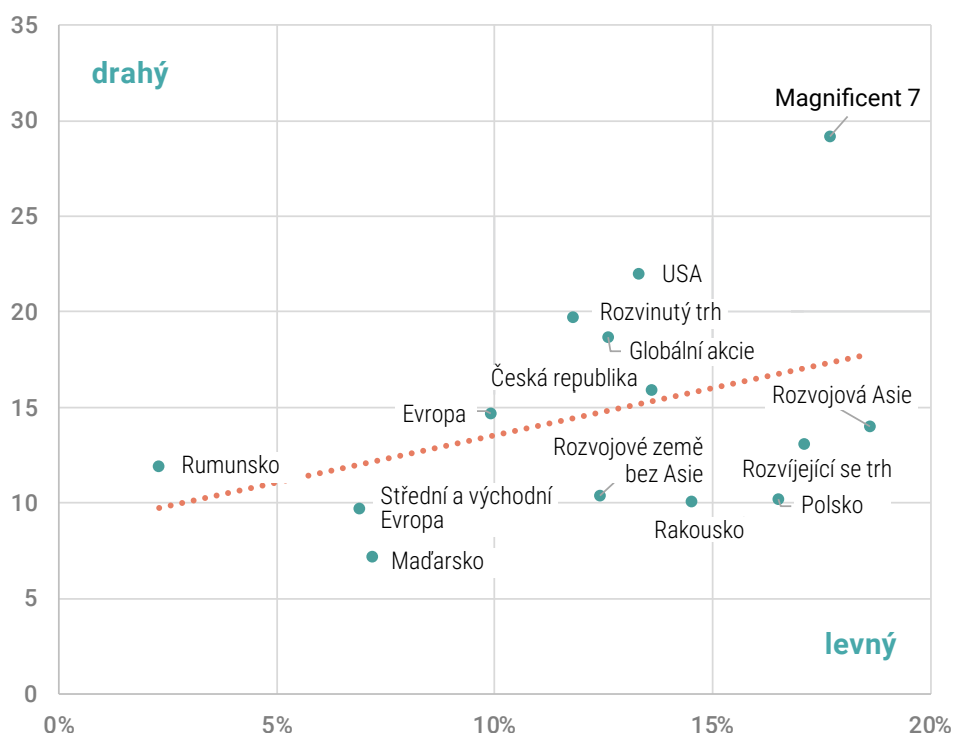
Index CETOP – forward P/E (12 měsíců)

Zdroj:
Bloomberg,
VIG Asset
Management



Tržní ocenění (BF P/E) a růst zisku na akcii (EPS)

Zdroj:
Bloomberg,
VIG Asset Management





Inflační výhled v regionu CEE

Zsófia Béri, portfolio manažer



Dosažený pokrok, přetrvávající výzvy

Dezinflace zůstávala v průběhu roku 2025 dominantním tématem v Maďarsku, České republice i Polsku. S příchodem zimního období cenové tlaky dále polevily a prosincová inflace by se měla komfortně pohybovat v tolerančních pásmech centrálních bank. Regionální cykly uvolňování měnové politiky se tak blíží ke svému závěru, přičemž jak Česká národní banka, tak Maďarská národní banka již delší dobu udržují stabilní nastavení měnové politiky. Přestože jsou inflační cíle nyní na dohled, rok 2026 pravděpodobně nepřinese plnou konvergenci pro většinu regionu.

V České republice bude inflační výhled pro rok 2026 formován především vývojem nákladů domácností na energie, zejména s ohledem na to, že rizika spojená s parlamentními volbami v roce 2025 již budou minulostí. České domácnosti čelí jednomu z nejvyšších cen energií v rámci EU, což učinilo jejich snižování klíčovým tématem říjnové volební kampaně. Jak vláda, tak hlavní dodavatelé energií zvažovali řadu opatření ke zmírnění růstu nákladů, z nichž některá by mohla mít pozitivní dopad na inflační trajektorii v roce 2026. Cyklus snižování úrokových sazeb ze strany centrální banky byl ukončen a další kroky budou pravděpodobně záviset především na vývoji cen energií.

V Maďarsku budou inflační dynamiku v příštím roce určovat především dubnové volby a případné prodloužení souvisejících vládních opatření. Řada politik zaměřených na dočasné potlačení inflace má vypršet v roce 2026, což znamená, že nízká inflace v období před volbami pravděpodobně přejde ve druhé polovině roku v trendové zrychlení. Rozsah tohoto návratu inflace zůstává nejistý, avšak uměle stlačená inflace v první polovině roku

téměř jistě povede k nižší průměrné inflaci v roce 2026 ve srovnání s rokem 2025. Z tohoto důvodu je obnovení cyklu snižování sazeb v první polovině roku nepravděpodobné. Inflace ve službách by měla v roce 2026 zůstat setrvačná, což udržuje naši prognózu nad úrovní tržního konsenzu. Stabilní politické prostředí a trvalý pokles inflačních očekávání domácností budou klíčovými předpoklady pro opětovné zahájení měnového uvolňování.

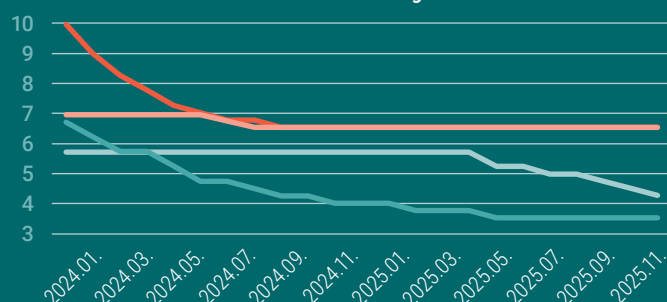
V Polsku sehrály letošní úspěchy zásadní roli v tom, že se polská centrální banka může stát první v regionu, která v roce 2026 dosáhne svého inflačního cíle. Přesto existuje několik rizik, jež mohou inflační vývoj v příštím roce ohrožit. Fiskální uvolnění a silná domácí spotřeba mohou brzdit boj s inflací. Stejně jako v ostatních zemích regionu zůstává i v Polsku prioritou snižování nákladů domácností na energie, zejména s ohledem na skutečnost, že cenový strop na energie vyprší na konci letošního roku. Prezident však následně usiluje o snížení cen energií pro domácnosti i podniky prostřednictvím nových nařízení. Vzhledem k tomu, že se Polsku podařilo zkrotit inflaci účinněji než většinu regionálních protějšků, může se polská centrální banka blížit ke konci svého cyklu měnového uvolňování.

Rumunsko představuje v regionu výjimku, neboť jeho inflační trajektorie se v důsledku vládních opatření zavedených v roce 2025 výrazně odchýlila. V létě 2025 rumunská vláda přistoupila k významnému zvýšení daní s cílem obnovit fiskální rovnováhu. DPH byla zvýšena z 19 % na 21 %, byl zrušen cenový strop na energie a zároveň došlo ke zvýšení spotřebních daní. V důsledku těchto kroků bude boj Rumunska s inflací zaostávat za regionálními protějšky přibližně o jeden rok: období vysoké inflace, které začalo v červenci 2025, skončí až v létě 2026, teprve poté se může opět otevřít prostor pro pokračování cyklu snižování úrokových sazeb.

Průměrná inflace 2026	Maďarsko	Česká republika	Polsko
Tržní konsenzus	3,6%	2,2%	2,8%
VIG AM	4,0%	2,6%	2,5%

— Maďarsko — Polsko — Česká republika — Rumunsko

Základní úrokové sazby centrálních bank



Zdroj: VIG Asset Management

Volby ve střední a východní Evropě

András Loncsák, Chief Investment Officer

Několik nadcházejících voleb v regionu střední a východní Evropy může v průběhu následujících jednoho až dvou let významně ovlivnit politické prostředí a investorský sentiment. Maďarsko, Lotyšsko a Slovinsko uspořádají v roce 2026 parlamentní volby, přičemž každé z těchto hlasování nese potenciál změn ve fiskálních prioritách, regulačním směřování i v míře sladění s politikami Evropské unie. Bosna a Hercegovina bude rovněž v roce 2026 pořádat všeobecné volby, které budou trhy pravděpodobně sledovat se zvýšenou obezřetností.

V Polsku se musí parlamentní volby uskutečnit nejpozději v roce 2027; ačkoli se tento termín zatím může jevit

jako vzdálený, jeho význam pro trhy by měl ke konci roku 2026 narůstat, jakmile se investoři začnou připravovat buď na pokračování stávající politiky, nebo na potenciální změnu v největší ekonomice regionu.

Celkově lze říci, že ačkoli žádné z těchto voleb samo o sobě nutně neznamená náhlý obrat v hospodářské politice, politický kalendář zůstává důležitým zdrojem událostního rizika. To může dočasně zvýšit volatilitu trhů, zároveň však vytváří selektivní investiční příležitosti s tím, jak se budoucí politické trajektorie postupně vyjasňují.



Výhled komodit na rok 2026

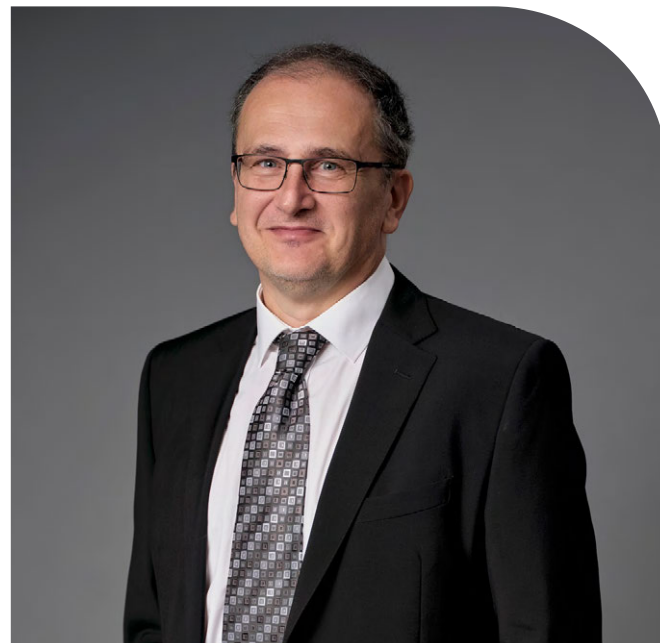
Zsolt Kardos, portfolio manažer

V našem základním scénáři je většina globálního dez-inflančního procesu již za námi a zlepšující se vyhlídky hospodářského růstu by měly v roce 2026 podpořit poptávku po komoditách. Za těchto podmínek se jeví pravděpodobný plošný růst cen komodit. V optimistickém scénáři pomáhají produktivní zisky tažené umělou inteligencí udržet inflaci i ceny energií pod kontrolou, což omezuje růst cen komodit – s několika klíčovými výjimkami. Naproti tomu náš pesimistický scénář naznačuje slabší vývoj komoditních trhů, neboť růst úrokových sazeb by mohl posunout globální ekonomiku směrem k recesi a snížit celkovou poptávku.

Na základě naší analýzy se v roce 2026 jako segmenty s potenciálem výrazného růstu vyprofilovaly tři komoditní oblasti: zlato, měď a zemědělské komodity.

Zlato

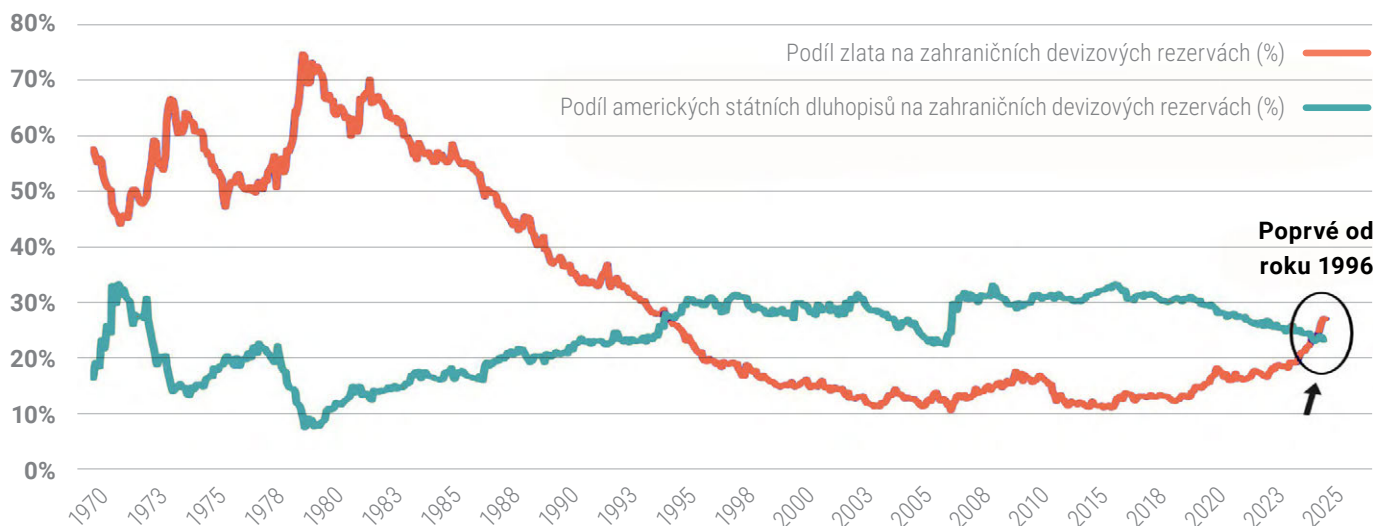
Zlato zaznamenalo v roce 2025 mimořádnou rally přesahující 50%, kterou poháněla geopolitická nejistota, obavy o udržitelnost fiskální trajektorie USA, holubičí přístup Federálního rezervního systému a rekordní nákupy ze strany centrálních bank. Nepředvídatelná hospodářská politika Trumpovy administrativy a její otevřená preference slabšího amerického dolaru dále posílily tento „neortodoxní mix politik“, který historicky podporuje ceny zlata – podobně jako v předchozích býčích trzích



spojených s ropnou krizí, stagflací, kvantitativním uvolňováním či pandemickým šokem COVID-19.

Diversifikace devizových rezerv centrálních bank představuje další strukturální podporu: poprvé za posledních třicet let drží zahraniční centrální banky více zlata než amerických státních dluhopisů. Současně zůstávají jak retailová, tak institucionální portfolia vůči zlatu pod-

Zahraniční centrální banky drží více zlata než amerických státních dluhopisů



Zdroj: Bloomberg, Tavi Costa

vážená, částečně v důsledku povýpandemického růstu korelace mezi akciami a dluhopisy – tato třída aktiv tak zůstává obecně nedostatečně zastoupena.

Po výjimečné rally v roce 2025 byla podzimní korekce přirozená a odpovídala historickým vzorcům býčích trhů, kdy výrazné propady často předcházely dalšímu růstu. Při vstupu do roku 2026 zůstávají fundamentální faktory beze změny: vysoká globální úroveň zadlužení, politika slabšího dolaru, zhoršující se fiskální výhledy a pravděpodobný cyklus snižování sazeb ze strany Fedu. Historicky se zlatu daří zejména v prostředí, kdy Fed uvolňuje měnovou politiku a inflace zůstává nad úrovní 2%.

Celkově lze konstatovat, že ačkoli se opakování extrémního růstu z roku 2025 jeví jako nepravděpodobné, makroekonomické prostředí nadále naznačuje významný růstový potenciál zlata v roce 2026.

Měď

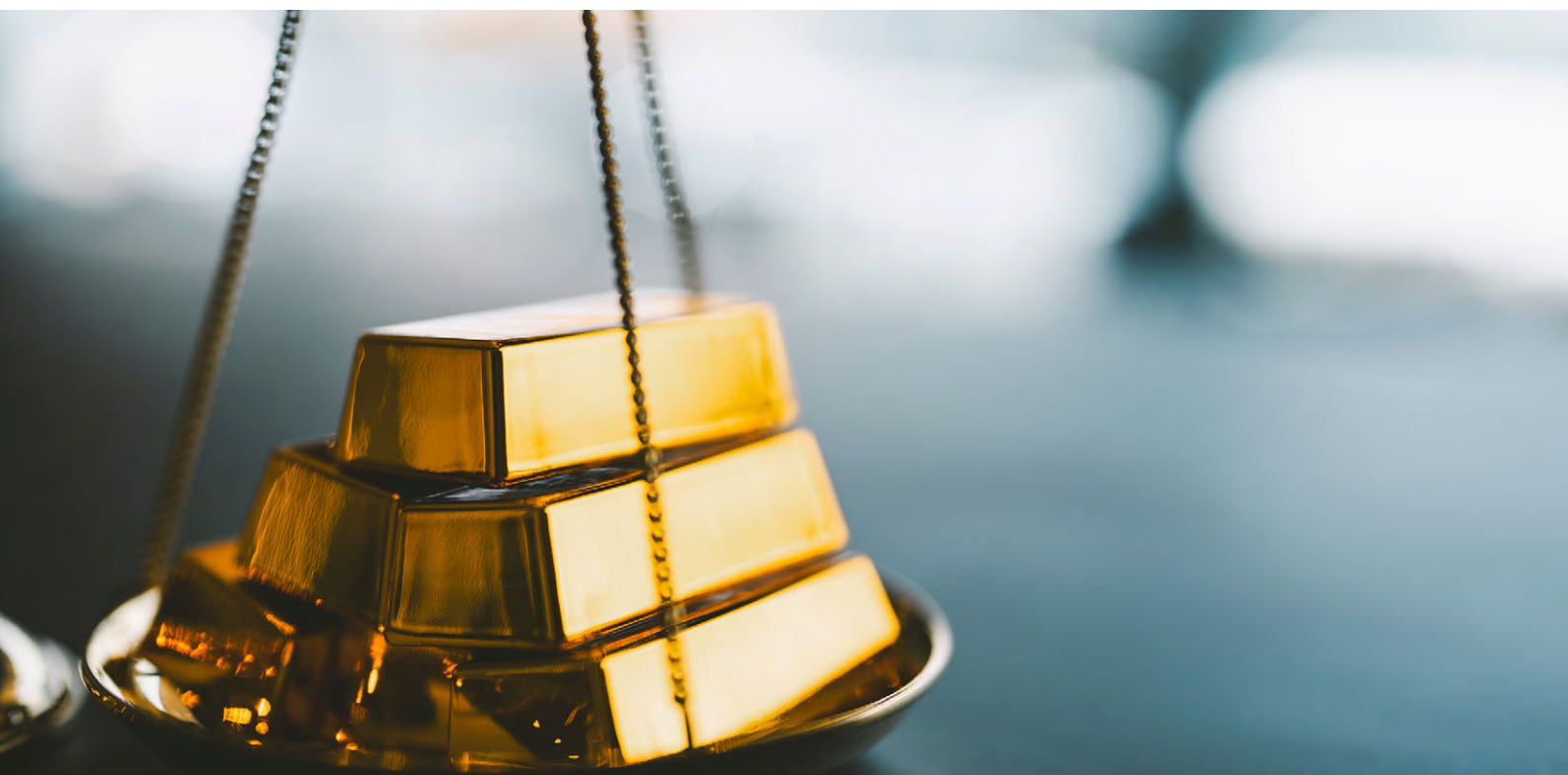
Měď má našlápnuto stát se jednou z nejzajímavějších komodit roku 2026. Rychlá expanze umělé inteligence vyvolává bezprecedentní vlnu výstavby datových center, která klade enormní nároky na globální elektrické sítě. Hlavní světové ekonomiky na tento nárůst poptávky zatím nejsou plně připraveny, což činí rozsáhlé investice do modernizace a rozšíření energetické infrastruktury prakticky nevyhnutelnými.

Historickou paralelu lze nalézt ve Spojených státech po druhé světové válce: zatímco elektrická síť zvládla zavedení domácích spotřebičů koncem 40. let, masové rozšíření klimatizací na počátku 50. let vedlo k jejímu kolapsu a následně k desetiletí intenzivních investic do infrastruktury. Revoluce v oblasti AI může dnes vyvolat podobnou dynamiku – a vytvořit tak mimořádně příznivé prostředí pro poptávku po mědi.

Zemědělské komodity

Zajímavé investiční příležitosti mohou v roce 2026 nabídnout také zemědělské komodity. V roce 2025 Čína fakticky zastavila nákupy amerických zemědělských produktů, což mělo závažný dopad na americké farmáře a v řadě případů vedlo až k bankrotům. Vzhledem k tomu, že rok 2026 je ve Spojených státech volebním rokem, lze očekávat, že Trumpova administrativa vynaloží značné úsilí na zajištění republikánské kontroly obou komor Kongresu. To klade zvýšený politický důraz na zemědělské státy, kde může být obnovení čínské poptávky po americké sóje, kukuřici a pšenici klíčovým tématem.

Obnovení obchodu s zemědělskými produkty mezi USA a Čínou by mohlo vyvolat výrazný růst cen a vytvořit příznivé výnosové příležitosti pro investory v tomto segmentu.



Technický pohled na trhy

László Kovács,
CMT, Chief Business Development Officer

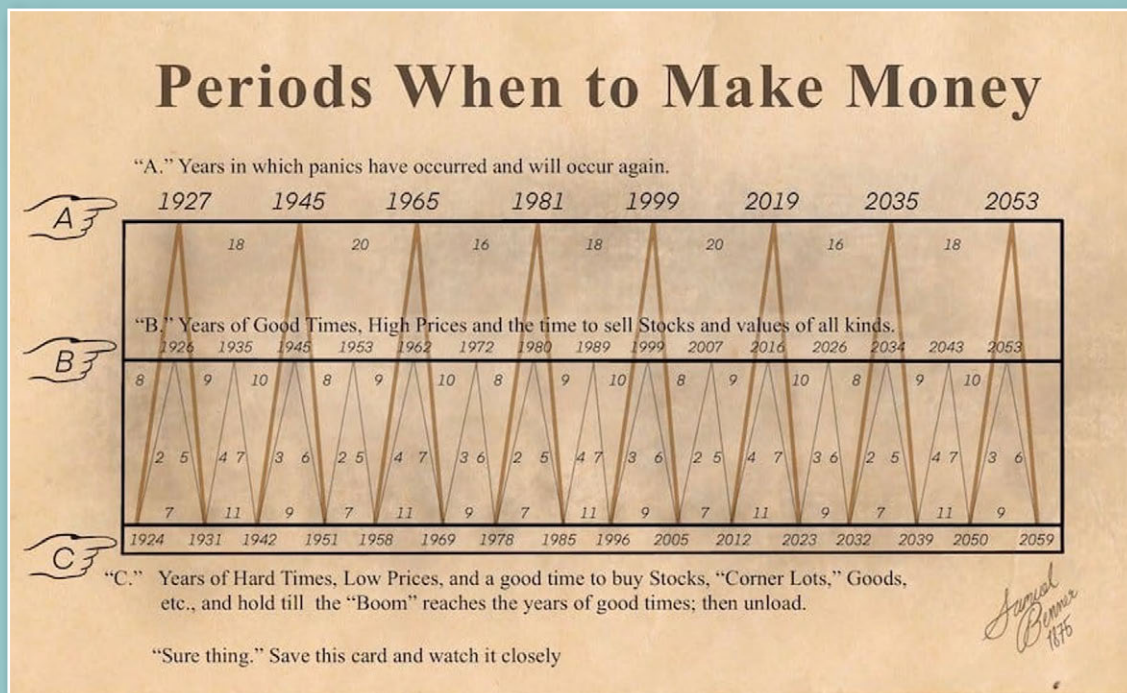


Dlouhodobá prognóza v technické analýze by měla být vždy kombinována s principy, které byly formulovány již ve 30. letech minulého století největšími průkopníky této analytické metody. Jedním z takových osvědčených přístupů je Bennerův cyklus, který se v průběhu uplynulého století opakovaně ukázal jako mimořádně robustní nástroj. Bennerův cyklus, vyvinutý v roce 1875 farmářem-analytikem Samuelem Bennerem, představuje dlouhodobý model tržního rytmu založený na opakujících se historických vzorcích expanzí, propadů a panik pozorovaných na komoditních a finančních trzích 19. století.

Podle dlouhodobého vzorce Bennerova cyklu může rok 2026 představovat závěrečnou fázi současného víceletého růstového cyklu – pozdní fázi růstu, která často přichází náhle a nečekaně. Struktura cyklu naznačuje, že ačkoli širší trend směrem do roku 2026 zůstává rostoucí, investoři se mohou blížit k významnému bodu obratu, podobnému vrcholům zaznamenaným v letech 1999, 2007 a 2016.

Ve všech třech případech došlo před změnou cyklu k výrazné akceleraci trhů. Dvě z těchto epizod – v letech 1999 a 2007 – byly následovány výraznými cenovými korekcemi, zatímco rok 2016 přinesl korekci spíše v čase než v cenách, kdy se trhy pohybovaly do strany, než znovu obnovily růst.

Pokud se Bennerův vzorec potvrdí, může rok 2026 představovat zároveň příležitost i zvýšené riziko: závěrečnou fázi dlouhého růstového období, ale také čas, kdy se bdělost, diverzifikace a disciplinované pozicování stávají stále důležitějšími.



Zdroj:
Samuel T. Benner,
“Benner’s Prophecies of Future
Ups and Downs
in Prices”, 1875



S&P 500

Při pohledu na dlouhodobý výkonnostní výhled indexu S&P 500 je zřejmý rozsah růstu, který tento klíčový akciový index v posledních letech zaznamenal. Blížíme se ke konci páté Elliottovy vlny v růstové fázi započaté v roce 2020, která však ještě nemusí být zcela dokončena. Index se v letošním roce dostal do parabolického růstu a v kombinaci s indikátorem RSI, jenž vykazuje slábnoucí dynamiku prostřednictvím nižších maxim, to může sloužit jako včasný varovný signál pro nadcházející období.

S&P 500 s vysokou pravděpodobností v následujících měsících projde korekcí; vzhledem k silným fundamentům by se však tato korekce mohla odehrát spíše v čase než v cenách – tedy formou delšího pohybu do strany, nikoli prudkého poklesu. Po takto parabolickém růstu se očekává, že roční výkonnost bude nižší než v roce 2025 a může dokonce zaostávat za průměrnými ročními výnosy posledních pěti let.



Zdroj:
Investing.com
VIG Asset
Management

NASDAQ composite

Podobný výkonnostní vzorec lze pozorovat také na indexu Nasdaq Composite, který rovněž vykazuje parabolický růst. Na základě indikátoru RSI působí tento index stále silněji než S&P 500, přesto je zde korekce rovněž pravděpodobná. Vzhledem k přirozeně vyšší volatilitě

Nasdaqu se tato korekce s největší pravděpodobností projeví spíše v cenách než v čase a může stáhnout index zpět k úrovni kolem 20 000 bodů, než se obnoví širší rostoucí trend. V průběhu roku se očekává převážně boční pohyb, což povede k podprůměrné celkové výkonnosti.



Zdroj:
Investing.com
VIG Asset
Management

Ropa WTI

Cena ropy WTI se nachází v dlouhodobém klesajícím trendu, který pravděpodobně přetrvá i nadále. Sklon tohoto trendu se však postupně zmírnil a přešel do více bočního pohybu, který udržuje cenu WTI v pásmu

přibližně 60–80 USD. RSI, které se postupně zvyšuje, zároveň signalizuje oslabování víceletého sestupného trendu, což naznačuje, že toto obchodní pásmo by mohlo přetrvat po celý rok 2026.



Zdroj:
Investing.com
VIG Asset
Management

Americké 10leté státní dluhopisy (US 10Y)

Dlouhodobé výnosy amerických státních dluhopisů se v posledních letech pohybují převážně do strany s mírně klesajícím sklonem. Graf vytvořil formaci trojúhelníku a jeho budoucí proražení určí další hlavní směr pohybu. Současné indikace naznačují, že výnosy desetiletých dluhopisů by mohly prorazit směrem dolů, a to jak pod

dlouhodobou rostoucí podporu, tak pod spodní hranici trojúhelníku. Klesající RSI tento scénář dále podporuje. Pokud by k tomuto proražení došlo již v prvních týdnech roku 2026, mohlo by to znamenat začátek trvalejšího klesajícího trendu výnosů, který by mohl přetrvat po celý rok 2026 – a potenciálně i déle.



Zdroj:
Investing.com
VIG Asset
Management

Zlato

Zlato v posledních letech zaznamenalo mimořádně silný růst, který je v porovnání s výkonností akciových trhů neobvyklý. Tento pohyb nabral parabolický charakter a byl doprovázen extrémními hodnotami RSI. Takové podmínky obvykle signalizují výrazně nadhodnocený trh, který může být zranitelný vůči korekci bublinového

typu. Ačkoli se tento scénář zatím v aktuálním grafu plně neprojevil, pokles ceny zlata, který by v průběhu roku 2026 stlačil RSI pod úroveň 40, by pravděpodobně vedl k akceleraci cenové korekce. V takto přepjatém trhu jsou 10–15% poklesy běžné a při dodržení „RSI pravidla“ by mohly představovat atraktivní nákupní příležitosti.



Zdroj:
Investing.com
VIG Asset
Management



Kvantitativní multi-asset strategie

Řízení alokace aktiv pomocí kvantitativního přístupu

Pál Baranyi, portfolio manažer

Na začátku nového roku je užitečné zhodnotit, jak se systematické multi-asset strategie chovaly ve srovnání s tradičním globálním portfoliem 60/40 a jak mohou být nastaveny pro prostředí, které pravděpodobně zůstane makroekonomicky náročné. Tento text se zaměřuje na dva komplementární, pravidly řízené rámce: Bold Asset Allocation (BAA), která upravuje rizikovou expozici prostřednictvím mechanismu přepínání režimů, a Adaptive Asset Allocation (AAA), která zůstává plně zainvestovaná, avšak dynamicky přerozděluje riziko mezi globální třídy aktiv. Jako benchmark používáme tradiční globální portfolio 60/40 složené z indexu ACWI (globální akcie) a AGG (americké dluhopisy).

Konstrukce strategií: přepínání režimů vs. adaptivní alokace rizika

BAA je multi-asset strategie založená na duálním momentu, postavená na jednoduchém signálu tržního režimu. Takzvaný „canary“ vesmír Global 13612, složený z ETF SPY (S&P 500), VEA (akcie vyspělých trhů), VWO (akcie rozvíjejících se trhů) a BND (dluhopisy), slouží výhradně k řízení rizika. Na konci každého měsíce se počítá vážený průměr výnosů za 1, 3, 6 a 12 měsíců a počet aktiv s negativním momentem určuje, jaká část kapitálu může být alokována do rizikových aktiv a jaká do defenzivního dluhopisového koše. Pokud je tržní širší silná, je portfolio plně zainvestováno; s tím, jak se zvyšuje počet „canary“ aktiv s negativním momentem, roste krokově defenzivní alokace, až může být portfolio zcela defenzivní.

V rámci rizikové složky je širší sada ETF zahrnující akcie, kredit, nemovitosti a komodity seřazena podle 12měsíční výkonnosti a čtyři nejlepší jsou rovnoměrně váženy. Defenzivní složka je investována do jediného ETF s nejnižší 12měsíční korelací vůči SPY, čímž se maximalizuje diverzifikace vůči americkým akciím.



AAA má širší investiční univerzum, avšak sofistikovanější přístup k vyvažování rizika. Investovatelný vesmír zahrnuje globální akcie, dluhopisy a alternativní aktiva prostřednictvím likvidních ETF. Každý měsíc začíná průřezovým momentovým screeningem: pro každý ETF se vypočítá 126denní výnosový signál, aktiva jsou seřazena a pět nejsilnějších tvoří investovatelný podmnožinový vesmír pro následující měsíc. Druhým krokem je optimalizace minimální variance, která zohledňuje vzájemné vztahy mezi těmito vysoce momentovými aktivy. Dopředná kovarianční matice je odhadována kombinací 126denních klouzavých korelací denních logaritmických výnosů a 20denních odhadů volatility pomocí Yang–Zhangova estimátoru. Kovariance mezi dvěma aktivy je dána součinem jejich realizované korelace a anualizovaných volatilit:

$$\Sigma_{ij} = \rho_{ij} \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j$$

Na základě této matice jsou váhy portfolia určeny řešením long-only, plně zainvestovaného optimalizačního problému minimální variance:

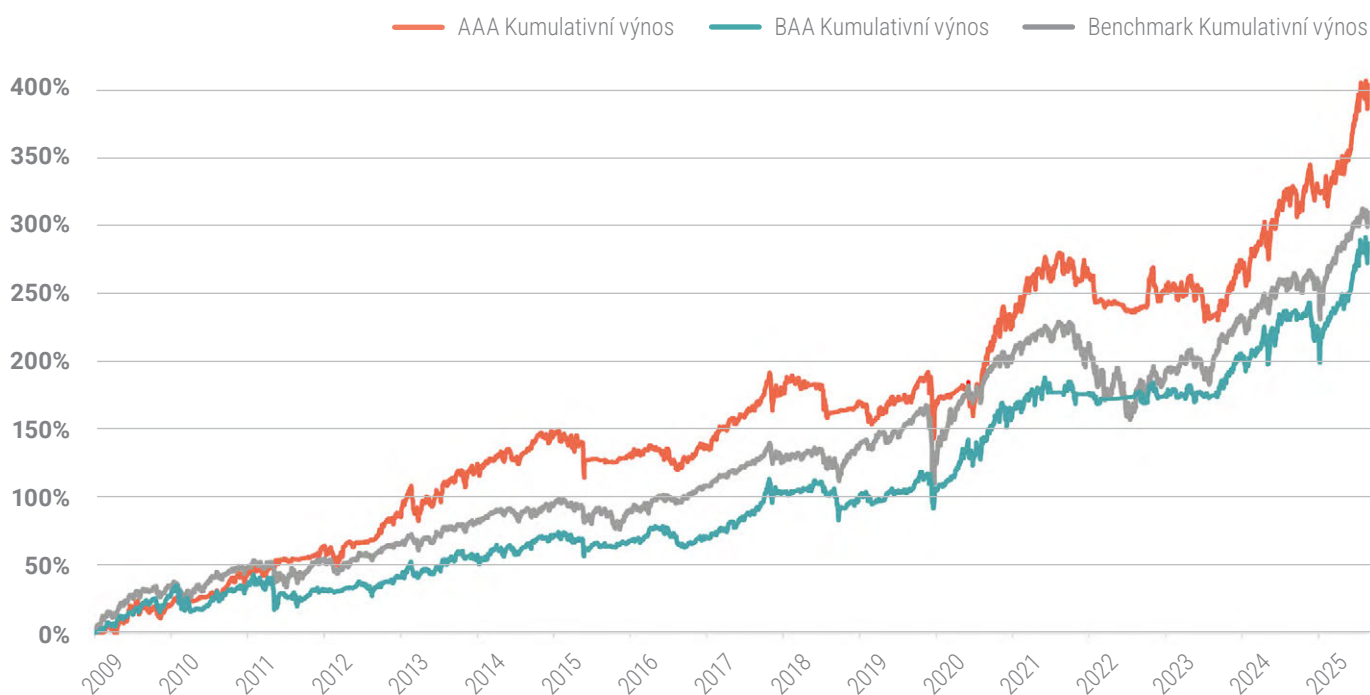
$$\min_w w^T \Sigma w$$

Cyklický algoritmus koordinovaného sestupu iterativně upravuje dvojice vah při fixaci ostatních, dokud nekonverguje k alokaci minimalizující ex-ante volatilitu portfolia. V praxi tak vzniká koncentrované, avšak rizikově uvědomělé portfolio, které se přiklání k nejsilnějším trendům, zatímco optimalizátor určuje odpovídající velikost rizika jednotlivých pozic.

Porovnání výkonnosti

Obě strategie jsou hodnoceny na základě denních celkových výnosů s měsíční rebalancí, přičemž na změny vah portfolia je aplikován transakční náklad ve výši 10 bazických bodů. Testování probíhá od 30. září 2008 do konce listopadu 2025, v souladu s dostupností dat.

Dlouhodobé výkonnostní statistiky za příslušná období jsou shrnuty níže.



UKAZATEL	AAA	BAA	60/40 Benchmark
Kumulativní výnos	406%	288%	311%
CAGR	6,9%	5,8%	6,0%
Volatilita (anualizovaná)	11,1%	11,2%	10,8%
Sharpeho poměr	0,94	0,79	0,84
Propad	-16,8%	-18,4%	-22,0%

Zdroj: Bloomberg, VIG Asset Management

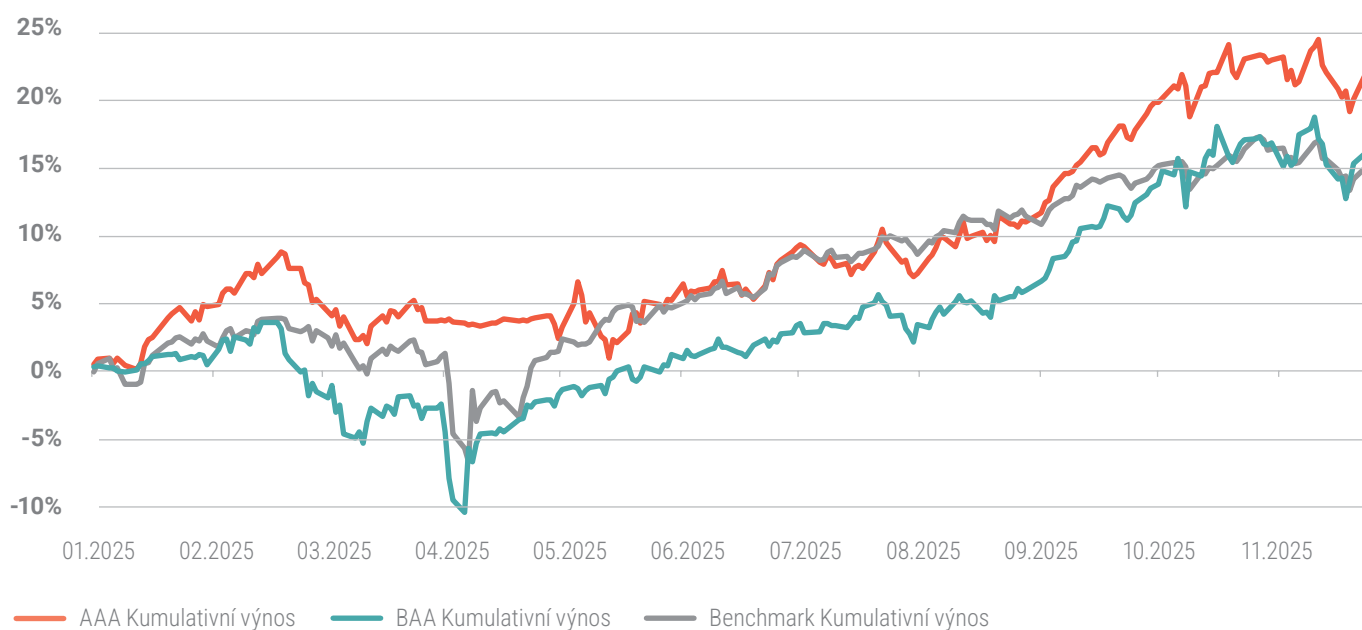
AAA dosahuje nejpřesvědčivějšího celkového profilu: vykazuje nejvyšší kumulativní výnos i složené tempo růstu, nižší volatilitu než benchmark a výrazně lepší rizikově očištěné ukazatele. Maximální propad je mírnější než u portfolia 60/40, což odráží přínosy kombinace momentové selekce a vážení podle minimální variance. BAA nabízí skromnější výnosový prémiový náskok vůči benchmarku, přesto však zlepšuje chování v poklesech: drawdowny jsou menší a všechny ukazatele založené na propadech (např. Calmar ratio) vyznívají ve prospěch strategie. Dlouhodobé výnosové křivky potvrzují stejný obraz: portfolio 60/40 se plně účastní akciových byčích trhů, avšak za cenu hlubších poklesů, zatímco AAA se v čase postupně odpoutává a BAA jej sleduje těsněji, ale s hladším průběhem.



Krátkodobý pohled v roce 2025 je s těmito dlouhodobými pozorováními konzistentní.

Od 1. ledna do konce listopadu 2025 obě strategie překonaly benchmark, přičemž AAA těžila zejména ze své schopnosti rychlé rotace. Mechanismus přepínání režimů u BAA vedl k vysoké počáteční defenzivní alokaci, částečnému snížení rizika na jaře a k obnovenému „risk-on“ nastavení ve druhé polovině roku. V obou případech je výsledkem profil výnosů, který se smysluplně účastní růstových fází trhu a zároveň se snaží omezit hloubku průběžných propadů, díky čemuž obě strategie překonávají tradiční alokaci 60/40 jak v posledním roce, tak v celém testovaném období.

UKAZATEL	AAA	BAA	60/40 Benchmark
Výnos od začátku roku (netto)	22,69%	16,57%	15,07%
Propad	6,91%	12,99%	9,80%
Sharpeho poměr	2,13	1,41	1,46



Zdroj: Bloomberg, VIG Asset Management





AI horečka a dot-com bublina: ozvěny dvou epoch

Gábor Czachesz,
Ředitel divize multi-asset a kvantitativních
investičních strategií



Vlna nadšení kolem umělé inteligence na dnešních akciových trzích nese nezaměnitelné podobnosti s dot-com boomem z let 2000–2001. V obou obdobích investory uchvátila transformační technologie, od níž se očekávalo, že zásadně přetvoří celá odvětví. Na konci 90. let měl internet znovu definovat obchod, komunikaci i podnikatelské modely. Dnes generativní AI vyvolává srovnatelná očekávání – je vnímána jako síla schopná zásadně změnit produktivitu, rozhodovací procesy a automatizaci. Společný narativ je silný: ti, kdo vstoupí brzy a vybudují klíčovou infrastrukturu, budou dominovat budoucnosti, a investoři se předhánějí ve snaze identifikovat vítěze dříve, než je objeví zbytek trhu.

Chování trhu tuto euforii odráží. Během dot-com boomu dosahovaly společnosti spojené s internetem mimořádných valuací bez ohledu na ziskovost, peněžní toky či kvalitu rozvahy. Podobná dynamika se odehrává i dnes: výrobci čipů, cloudové platformy a developéři datových center zaznamenali nadprůměrné růsty cen akcií. Stejně jako v roce 1999 se investorská psychologie soustředí spíše na dlouhodobý adresovatelný trh než na krátkodobé fundamenty. Zatímco dot-com éra pracovala s novými metrikami typu „počet očí“ či „zobrazení stránek“, současný AI cyklus staví na poptávce po GPU, rozsahu trénování modelů a spekulativních projekcích budoucích příjmů z AI. V obou obdobích jsou společnosti oceňovány méně podle toho, čím jsou dnes, a více podle toho, čím by se mohly stát.

Historická paralela však nese důležité poučení. Dot-com bublina nakonec praskla ve chvíli, kdy se očekávání příliš vzdálila ekonomické realitě. Technologická inovace byla skutečná, avšak ziskovost, konkurenční prostředí a kapitálová náročnost zůstaly

klíčové. Ještě před samotným kolapsem firmy samy naznačovaly rostoucí rizika: regulační dokumenty se prodlužovaly, stávaly se hutnějšími a technicky složitějšími. Zatímco veřejný narativ byl s rostoucím nadšením stále jednodušší a marketingovější, právní a účetní zveřejnění informací se nenápadně rozšiřovala. Následný akademický výzkum tento vzorec potvrdil: méně čitelné a komplikovanější dokumenty byly statisticky spojeny s vyšším rizikem prudkého propadu cen akcií.

Podobná divergence ve zveřejňování informací se objevuje i dnes, zejména u developerů datových center a společností zaměřených na AI infrastrukturu – jako jsou CoreWeave, TerraWulf či Cipher Mining. Tyto firmy prezentují srozumitelné příběhy postavené na pojmech jako „AI cloud“, „výpočetní výkon nové generace“ či „vysoce efektivní těžba“. Jejich regulační dokumentace však vypráví podstatně složitější příběh. Za jednoduchým investičním sdělením se skrývají desítky stran upozornění, závazků, smluvních závislostí a koncentračních rizik. Například nejnovější čtvrtletní zpráva společnosti CoreWeave věnuje samotným rizikovým faktorům přibližně 45 stran – což je pozoruhodné u firmy, která je stále v rané fázi své existence na veřejných trzích.

Celkové poselství je dobře známé. Když technologické revoluce rozdmýchají investorskou představivost, složitost zveřejňovaných informací často roste souběžně – někdy proto, že samotný byznys je skutečně komplexní, jindy proto, že rizika narůstají rychleji, než jak to dovoluje zjednodušený narativ. Dot-com éra investory naučila, že technologický příslib nenahrazuje finanční disciplínu. Éra umělé inteligence se v tomto ohledu může ukázat jako velmi podobná.

Investice do AI (CAPEX)

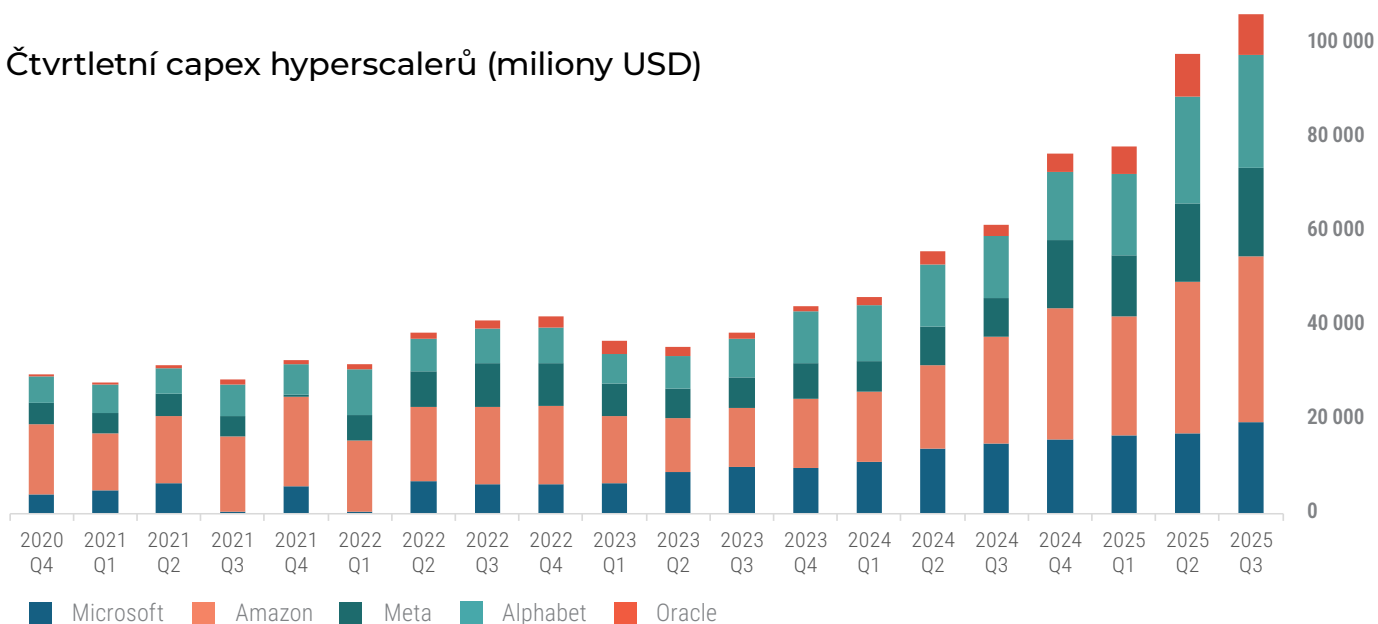
Investiční boom v oblasti AI: přehřátý trh nebo úsvit nové éry infrastruktury

Péter Richter, senior portfolio manažer

Boom umělé inteligence v posledních letech byl tažen především investicemi do datových center ze strany tzv. hyperscalerů – společností Amazon.com Inc., Alphabet Inc., Meta Platforms Inc., Microsoft Corporation a Oracle Corporation. Jejich nejnovější hospodářské výsledky opět potvrdily, že tempo „AI závodu“ dále zrychluje. (Hyperscaleri jsou největšími provozovateli IT infrastruktury na světě: technologickými giganty, kteří provozují stovky až tisíce datových center napříč kontinenty a poskytují cloudové služby, výpočetní kapacity pro AI, úložiště i výpočetní výkon.) Všichni hlavní hyperscaleri navýšili své odhady kapitálových výdajů (capex) pro rok 2026. Na začátku let 2024 a 2025 tržní konsenzus očekával přibližně 20% meziroční růst capexu, avšak skutečný růst v obou letech přesáhl 50%. S blížícím se rokem 2026 nyní analytici očekávají 34% růst capexu – oproti 20%, které byly projektovány na začátku třetího čtvrtletí. To naznačuje, že investice do AI by mohly v příštím roce dosáhnout až 533 miliard USD, ve srovnání s přibližně 400 miliardami USD v roce 2025 a 237 miliardami USD v roce 2024.



Čtvrtletní capex hyperscalerů (miliony USD)



Zdroj: Bloomberg, VIG Asset Management

Cyklus kapitálových výdajů hyperscalerů je hlavním motorem rozvoje AI. Současné však sílí obavy z možné „AI bubliny“, neboť valuace mnoha společností exponovaných vůči AI prudce vzrostly, výstavba AI infrastruktury přitahuje investice v historickém měřítku a celý ekosystém se stává stále více cirkulárním.

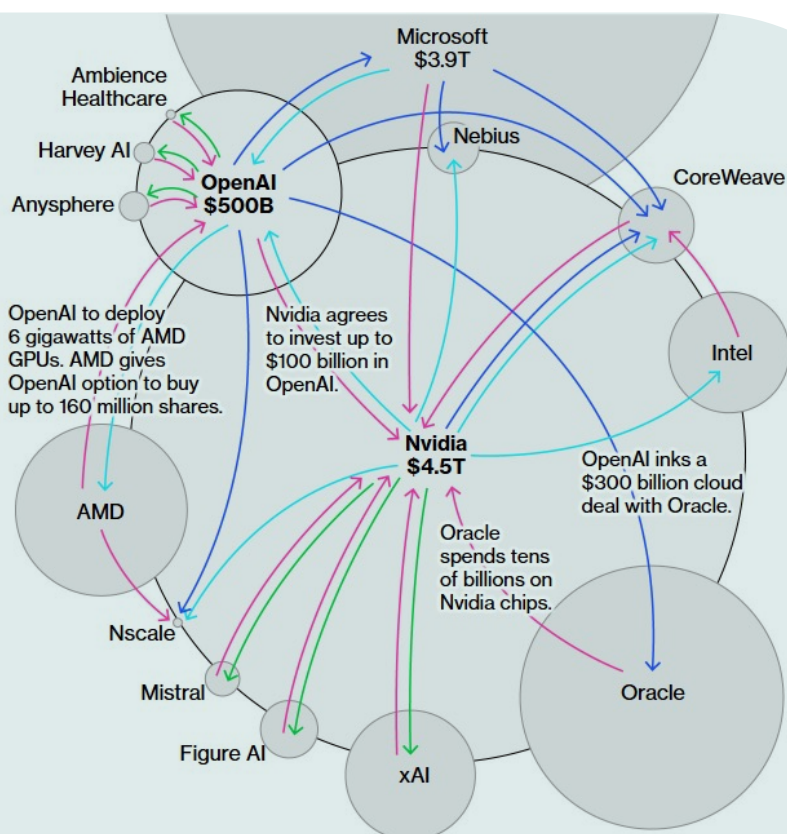
Společnosti jako Nvidia, OpenAI a další technologičtí giganti pohánějí investiční boom v oblasti AI prostřednictvím cirkulárních, vzájemně se posilujících partnerství, která již dnes přesouvají stovky miliard dolarů a v souhrnu mohou dosáhnout až bilionového objemu. V těchto

strukturách firmy současně vystupují jako investoři, dodavatelé i zákazníci. Podstatou tohoto jevu je skutečnost, že stejní aktéři si mezi sebou zároveň peníze poskytují i přijímají: jedna společnost investuje do druhé, která následně utrácí tento kapitál za služby nebo zařízení nakoupené od původního investora. Kapitál tak fakticky cirkuluje uvnitř systému – což vytváří zdání udržitelného růstu, přestože skutečná ekonomická návratnost se materializuje mnohem pomaleji. Tato těsně provázaná síť stále více připomíná excesy éry dot-com, zejména proto, že monetizace a ziskovost základních AI technologií výrazně zaostávají za tempem investic.

Cyklicky očištěný poměr ceny k zisku indexu S&P 500



Zdroj: multpl.com/shiller-pe



Stále více cirkulární ekosystém AI

- Hardware or Software
- Services
- Venture Capital
- Investment

Kruhy rozdělené podle tržní hodnoty

Zdroj: Bloomberg

V tomto stále více cirkulárním finančním systému hraje klíčovou roli také OpenAI. Zásadní rozdíl oproti hlavním hyperscalerům však spočívá v tom, že ti disponují stabilitou, dlouhodobě ziskovými obchodními modely. OpenAI naproti tomu očekává, že do roku 2029 kumulativně „spálí“ hotovost ve výši 115 miliard USD.

Ačkoli hyperscaleři financovali většinu svých kapitálových výdajů z provozních peněžních toků, disponují zároveň značnou kapacitou k dalšímu zadlužování a v posledních letech se k dluhovému financování stále více obracejí – čímž si otevírají prostor pro další investice. Od roku 2021 vzrostl jejich agregovaný čistý dluh (dluh minus hotovost) z -158 miliard USD na +137 miliard USD. Navzdory nárůstu čistého dluhu o 295 miliard USD zůstávají jejich rozvahy mimořádně silné: poměr čistého dluhu k EBITDA vzrostl z -0,7× na začátku roku 2021 na pouhých +0,2× dnes. Většina těchto společností má ratingy v horní části investičního pásma (Investment Grade), s výraznou výjimkou společnosti Oracle, u níž se náklady na pojištění proti selhání dluhu v posledních

měsících prudce zvýšily – což představuje největší nárůst od roku 2021. Ceny CDS (credit default swapů) obvykle rostou v situacích, kdy se zhoršuje důvěra investorů v úvěrovou kvalitu emitenta.

Jedním z největších rizik současného investičního boomu v oblasti AI je právě tato stále více cirkulární síť financování a vlastnických vztahů, která činí celý ekosystém velmi zranitelným. Pokud by byl některý z hlavních hyperscalerů nucen odepsat investici do datového centra v řádu miliard dolarů, mohlo by to vyvolat dominový efekt napříč celým dodavatelským řetězcem. Takový odpis by fakticky vymazal očekávaný růstový výhled společnosti na několik let dopředu a odhalil, že část investičního cyklu byla postavena na příliš optimistických předpokladech. Tato zranitelnost je dále umocněna skutečností, že hyperscaleři zatím nedosahují významných přímých zisků z AI: masivní AI capex je financován z jejich klíčových, vysoce ziskových segmentů (cloud, reklama, e-commerce). Pokud by tyto hlavní zdroje zpomalily, nebo pokud by AI projekty nepřinesly návrat-

Pětiletý CDS společnosti Oracle



Zdroj: Bloomberg, VIG Asset Management

nost v očekávaném časovém horizontu, mohl by se celý model kapitálových výdajů rychle dostat pod tlak. V roce 2026 je proto pravděpodobná tzv. „fáze trávení“ – tedy zpomalení růstu capexu o 20–30 % po současném prudkém nárůstu, kdy budou firmy testovat, zda investice skutečně generují dodatečné příjmy.

Dalším, často podceňovaným, avšak kritickým rizikem současné vlny AI investic je omezená kapacita energetických sítí. Spotřeba elektřiny datových center roste tempem, kterému kapacity přenosových soustav v mnoha zemích jednoduše nestíhají. Pokud se rozšiřování ener-

getické infrastruktury nepřizpůsobí růstu AI infrastruktury, může část nově vybudovaných datových center zůstat nevyužita. Může nastat situace, kdy hlavní úzké hrdlo nebude technologie samotná, ale dostupnost dostatečného množství energie.

To představuje zásadní riziko, protože AI dnes dominuje americkým akciovým trhům – tržní kapitalizace několika málo velkých technologických společností tvoří téměř polovinu celého trhu. Pokud by tato extrémní euforie náhle vyprchala, dopady by zdaleka nepřesáhly pouze Silicon Valley a mohly by ohrozit finanční stabilitu globální ekonomiky.

Podceňování disruptivních technologií v uplynulých desetiletích

POČÍTAČOVÝ CYKLUS	PŮVODNÍ PROGNÓZA	SKUTEČNOST	% PODCENĚNÍ	10YR CAGR	DATUM PŮVODNÍ PROGNÓZY
PC	225mn Uživatelé PC v roce 2000	354mn Uživatelé PC v roce 2000	36%	14% 1995-2005	únor 1996
Internet	152mn Uživatelé internetu v roce 2000	361mn Uživatelé internetu v roce 2000	58%	41% 1996-2006	únor 1996
Mobilní technologie	657mn Dodávky chytrých telefonů v roce 2013	1,019mn Dodávky chytrých telefonů v roce 2013	36%	15% 2010-2020	leden 2010
Cloud	\$90.2md Tržby tří největších cloudových poskytovatelů v roce 2020	\$115.6md Tržby tří největších cloudových poskytovatelů v roce 2020	22%	30% 2017-2026	březen 2017
			Průměrné podcenění: 38%		

Zdroj: Bank of America

V posledních měsících se pojem „AI bublina“ stal jedním z nejdiskutovanějších témat na finančních trzích – natolik, že se začíná hovořit dokonce o „bublině kolem AI bubliny“. Historie trhů však naznačuje, že skutečné prasknutí bublin obvykle nenastává v době, kdy je skepse stále rozšířená, ale spíše tehdy, když pochybnosti téměř zmizí a technologie je oslavována jako jediná cesta do budoucnosti.

Zároveň je však důležité si uvědomit, že technologický pokrok má tendenci sledovat opakující se vzorec: krátkodobě jeho dopad přeceňujeme, zatímco dlouhodobý význam podceňujeme. Historie internetu, mobilní revoluce i cloud computingu to dobře ilustruje. Internet na konci 90. let sliboval okamžitou transformaci, aby se následně zhroutil v dot-com krizi – a o několik let později se stal páteří moderní ekonomiky. Raná éra chytrých telefonů byla provázena euforií kolem aplikací, která rychle opadla, přesto se mobilní technologie staly ústřední platformou digitálního života. Cloud byl zpočátku přijímán pomalu a s nedůvěrou, ale nakonec se stal jádrem podnikové infrastruktury. Zdá se, že AI dnes sleduje podobnou trajektorii: zatímco současný hype a investiční exploze mohou v krátkém horizontu působit přehnaně, dlouhodobý transformační potenciál AI je pravděpodobně mnohem hlubší, než se nyní jeví – stejně jako u předchozích technologických revolucí.

Ačkoli mnozí považují současné valuace indexu Nasdaq za napjaté, není zcela přesné srovnávat dnešní prostředí jedna ku jedné s érou dot-com na konci 90. let. Současná vlna technologických investic je poháněna nejen tržním nadšením, ale také geopolitikou – soutěží mezi velmocemi a závodem o vybudování strategicky klíčové digitální infrastruktury. Tento vývoj připomíná spíše období studené války, kdy vypuštění Sputniku spustilo technologickou akceleraci. Kapitál proudící do AI a digitální infrastruktury tak působí méně jako krátkodobý výkyv a více jako počátek hlubší, dlouhodobé strukturální transformace.

Celkově lze říci, že AI capex dnes nese jak rizika typická pro bublinové prostředí, tak významné dlouhodobé příležitosti. Hyperscaleři investují obrovské prostředky do datových center a čipů, avšak tyto investice zatím negenerují odpovídající příjmy a stále cirkulárnější struktury financování činí celý ekosystém křehčím. Z dlouhodobého hlediska však může výstavba AI infrastruktury vést ke skutečné ekonomické transformaci – podobně jako internet či cloud v předchozích cyklech. Po případné korekci krátkodobých excesů by rozmach AI měl vytvořit sekulární poptávku napříč řadou sektorů – včetně vývoje softwaru, nemovitostí datových center, optických sítí, energetiky, rozšiřování přenosových soustav, chladicích technologií a širší infrastruktury – kde bude dominantním tématem strukturální růst, nikoli pouhý hype cyklus.

Německo:

Ekonomická stagnace se střetává s bezprecedentním stimulem

Bálint Jagadics, analytik

Desítky let ústavně zakotvené fiskální zdrženlivosti představovaly základní pilíř německé hospodářské politiky. Ke konci roku 2025 však tato opora podlehlá kumulaci krizí. V důsledku cen energií, které zůstávají přibližně o 30% výše než v roce 2021, je konkurenceschopnost německého průmyslu vážně ohrožena.

Německo nyní čelí účtu za desetiletí podinvestovanosti. V posedlosti udržováním přísné fiskální disciplíny Berlín přehlížel postupné chátrání infrastruktury i potřebu modernizace průmyslu. Dnes náklady nečinnosti převyšují náklady zadlužení, což si vynutilo radikální obrat: vláda spustila masivní, úvěrem financovaný program obnovy s cílem znovu vybudovat ekonomické základy země.

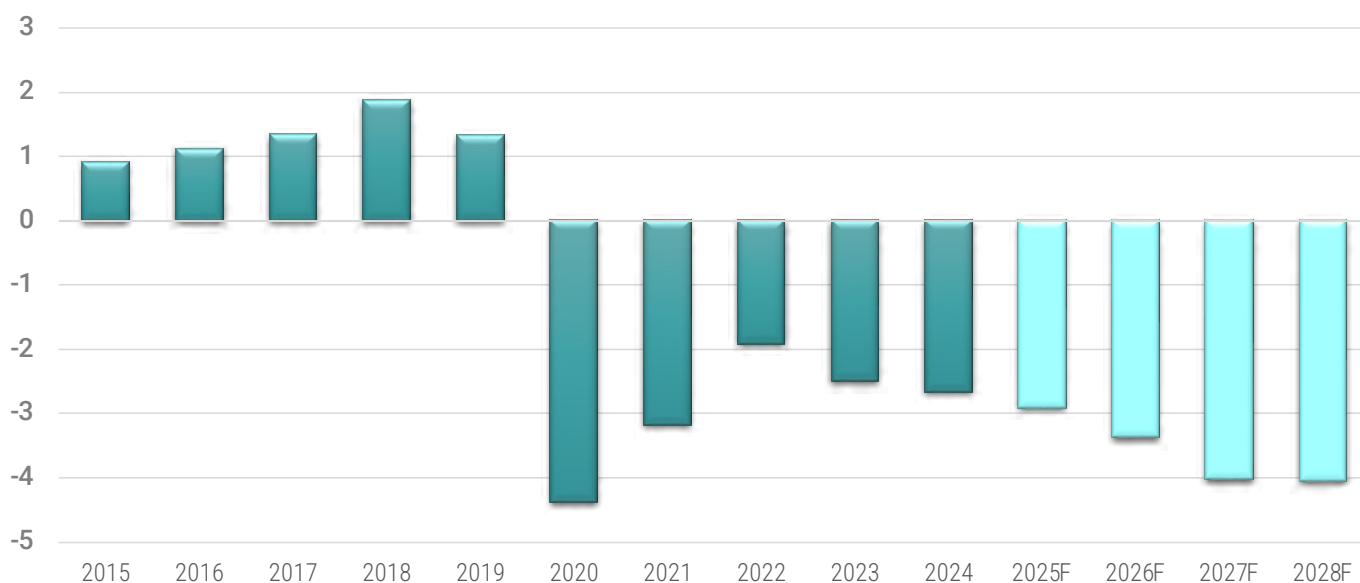
Toto rozhodnutí zajišťuje dlouhodobou perspektivu ekonomiky, zároveň ji však zatěžuje novou finanční realitou. Financování tohoto zásahu vyžaduje zásadní přestavbu veřejných financí. Projekce naznačují, že s tím, jak stát začne více využívat svou rozvahu, se úrokové platby postupně stanou klíčovým pilířem rozpočtu a fakticky nahradí dřívější fiskální přebytky.



Jak ukazuje graf, rozsah této změny je mimořádný. Nově přijatý program fiskální expanze mobilizuje ročně zdroje odpovídající téměř 2,5% HDP. Pro srovnání: tento fiskální impuls výrazně převyšuje stimuly z období pandemie v rámci programu NGEU (Next Generation EU) a dokonce překonává relativní velikost Marshallova plánu – legendárního poválečného programu obnovy, který znovu postavil západní Německo po druhé světové válce. Tento kapitál neslouží pouze ke krátkodobé stabilizaci, ale je určen k hluboké strukturální transformaci průmyslové základny. Přibližně 500 miliard eur směřuje do modernizace fyzické i digitální infrastruktury – od železničních sítí po zelené energetické přenosové soustavy – a zároveň dochází k trvalému navýšení výdajů na obranu nad 2% HDP s cílem financovat domácí přezbrojení.

Ačkoli byl legislativní rámec nastaven již v roce 2025, skutečný dopad na ekonomiku se neprojeví okamžitě. Mezi schválením rozpočtu a faktickým uvolněním kapitálu existuje přirozené časové zpoždění. Právě tento faktor vysvětluje, proč se očekává skokový nárůst růstu HDP z letošní téměř stagnující úrovně na solidních 1,4% v roce 2026, kdy rekordní objemy veřejných investic konečně proniknou do reálné ekonomiky.

Rozpočtový deficit v Německu (%)



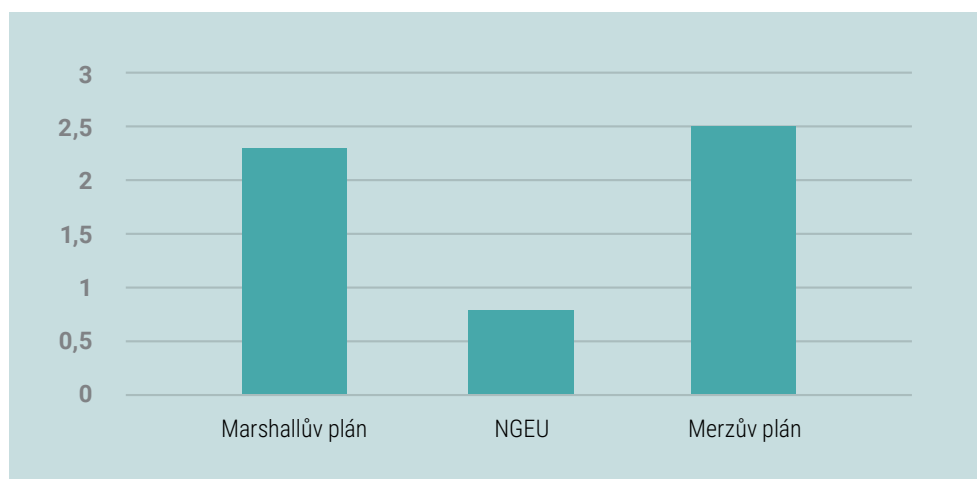
Zdroj: IMF, VIG Asset Management

Cena za tento růst však spočívá ve strukturální změně veřejných financí. Veřejný dluh má podle projekcí postupně růst a do roku 2027 dosáhnout přibližně 67–68% HDP, což představuje výrazný odklon od předchozí éry snižování zadlužení. Současně se očekává, že příliv státního kapitálu na trh práce, který již nyní trpí nedostatkem pracovní síly, udrží inflaci zvýšenou – kolem či nad úrovní 2% – jelikož vyšší mzdy a stavební náklady se budou postupně promítat do celé ekonomiky.

Fiskální obrát vlády je nezbytnou podmínkou pro dlouhodobé přežití německé ekonomiky, nikoli však zárukou úspěchu. Ačkoli samotný objem kapitálu zabrání sestupné spirále, „ekonomický zázrak“, v který investoři doufají,

čelí významným překážkám. Úspěch tohoto historického kroku bude zcela záviset na schopnosti vlády překonat hluboký nedostatek pracovních sil a notoricky známou byrokracií, která hrozí zpomalit realizaci výdajů. Bez radikální deregulace a přílivu kvalifikovaných pracovníků hrozí, že fond ve výši 500 miliard eur povede spíše k růstu stavebních nákladů než k reálnému nárůstu průmyslové produkce. Fiskální multiplikátor obranných výdajů navíc bude pravděpodobně poměrně nízký. Německo si tak v konečném důsledku koupilo čas a prostor k modernizaci svých základů, avšak riziko realizace zůstává vysoké – což spíše ukazuje na pomalé a obtížné oživení než na rychlý návrat k silnému růstu.

Výdaje jako podíl HDP příjemcovské ekonomiky ročně (%)



Zdroj: BNP Paribas, EC, VIG Asset Management



30 let v Maďarsku

Společnost VIG Asset Management působí na lokálním i regionálním trhu správy aktiv již 30 let, a to prostřednictvím svých právních předchůdců. Ačkoli se naše centrála nachází v Budapešti, náš geografický dosah sahá od

Pobaltí až po Jaderské moře. V tomto rozmanitém regionu spravujeme majetek soukromých osob, rodin, pojišťoven i penzijních fondů – vždy s důrazem na důvěru, odpovědnost a dlouhodobou, udržitelnou tvorbu hodnoty.

200 let v Evropě

VIG Asset Management je členem Vienna Insurance Group (VIG), přední pojišťovací skupiny ve střední a východní Evropě s více než 200letou historií. Skupinu tvoří více než 50 pojišťoven a penzijních fondů ve 30

zemích, které se opírají o dlouhou tradici, silné značky a úzké vztahy se zákazníky. Přibližně 30 000 zaměstnanců skupiny VIG se každodenně stará o potřeby zhruba 33 milionů klientů.



Ocenění

Naši odbornou úroveň potvrzuje skutečnost, že jsme v roce 2025 obdrželi čtyři prestižní ocenění v rámci finančního sektoru.

Na renomovaných Portfolio Investment and Wealth Management Awards jsme byli oceněni titulem Institucionální správce aktiv roku, zatímco ocenění Investiční fond roku (spravovaný v Maďarsku) získal VIG Central European Equity Investment Fund.

Dále jsme si na Privátníkár.hu Klasszis ESG Awards odnesli další dvě ocenění: 2. místo v kategorii ESG Asset Manager of the Year a ocenění Nejlepší absolutně návratový a derivátový ESG fond, které bylo uděleno VIG Maraton ESG Absolute Return Investment Fund.



Právní prohlášení

Tento článek je obchodní sdělení. K učinění kompetentního investičního rozhodnutí je potřeba získat podrobné informace. Podrobnosti o investiční politice Fondu, distribučních nákladech a možných rizicích investice získáte v důležitých informacích, oficiálním informačním prospektu a správních pravidlech, které jsou k dispozici v distribučních místech fondu a na webových stránkách Správce fondu (www.vigam.hu). Náklady spojené s distribucí investičního fondu (nákup, držení, prodej) jsou uvedeny v pravidlech pro správu fondu a na distribučních místech. Výkonnost minulých období nelze předpovídat budoucí výnosy.

Budoucí výnosy, kterých lze investováním dosáhnout, mohou být zdanitelné a informace o daních a poplatcích za jednotlivé finanční nástroje a transakce lze přesně po-

soudit pouze na základě individuálních okolností každého investora, které se mohou v budoucnu změnit. Je povinností investora informovat se o daňové povinnosti.

Informace obsažené v tomto prospektu mají pouze informativní charakter a nepředstavují investiční nabídku nebo výzvu k investování ani investiční poradenství. Společnost VIG Befektetési Alapkezelő Magyarországi Zrt. nenese žádnou odpovědnost za investiční rozhodnutí učiněná na základě těchto informací a jejich důsledky.

Číslo licence správce fondu pro správu alternativních investičních fondů (AIFM): H-EN-III-6/2015. Číslo licence správce fondu pro správu podílových fondů (SKIPCP): H-EN-III-101/2016.

VIG Asset Management Hungary

H-1091 Budapest, Üllői út 1.



vigam.hu/cz



[linkedin.com/company/vig-asset-management-hungary](https://www.linkedin.com/company/vig-asset-management-hungary)

