

20
26

INVESTIČNÍ VÝHLED

AI, RŮST A TRUMP

Obsah

Investiční výhled 2026: AI, růst a Trump	4
Růst v USA drží tempo, recese zatím nehrozí	4
Zbrojení a fiskální obrat zvedají růst v Evropě	6
Zotavení české ekonomiky pokračuje – domácnosti táhnou růst	7
Rok 2026 na trzích: test valuací a růst zisků jako klíčový motor	9
Odhad pro index S&P 500 pro konec roku 2026	12
Umělá inteligence: od euforie k monetizaci	14
Cloudové služby: základ digitální ekonomiky	15
Polovodiče – závod za bilionem dolarů	16
Příležitosti a rizika technologického sektoru	18
Energetický sektor: od vrtu k Chatu	21
Výhled sektoru	21
Vzácné kovy: zlatá horečka	24
Výhled sektoru	24
Pražská burza v roce 2025 opět vítězem, co ji čeká v roce 2026?	25
Latinská Amerika: možnost geografické diverzifikace?	28

Investiční výhled 2026: AI, růst a Trump

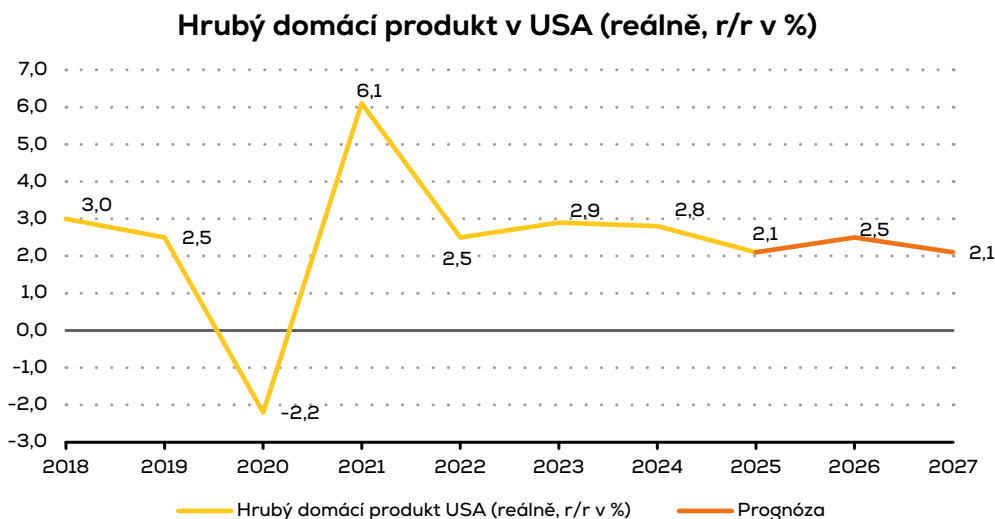
Růst v USA drží tempo, recese zatím nehrozí

Ekonomika Spojených států odolala hrozbě cel a pokračuje v růstu. Její výkon za rok 2025 pravděpodobně překoná 2 procenta. Částečně je snížený kvůli uzavření vládních institucí, ke kterému došlo během čtvrtého čtvrtletí. Toto oslabení však bylo pouze dočasné a bude vykompenzováno rychlejším růstem v prvním kvartálu roku 2026.

Ekonomiku držela nad vodou především spotřeba domácností (meziroční nárůst o 3,5 procenta), ale i soukromé investice, ke kterým přispěly mohutné kapitálové výdaje na umělou inteligenci (AI), do kterých se pouštějí přední technologické firmy (růst o 2,7 procenta).

Tempo růstu amerického hospodářství během letoška pravděpodobně **zrychlí na 2,5 procenta**. Kromě svižnější dynamiky HDP v 1Q, během kterého se projeví dopady znovuotevření vládních institucí, napomohou k solidnímu výkonu i **daňové škrty**, které Donald Trump schválil v polovině loňského roku. Celkově by domácnosti díky příznivějšímu nastavení daní měly získat střední desítky až 100 miliard dolarů. Díky tomu zůstane spotřeba robustní. Vzhledem k nižším korporátním daním se udrží i slušné tempo růstu podnikových investic.

Nepříznivé dopady cel by měly postupně slábnout. Negativní vliv tarifů na hospodářství v roce 2025 souvisel s meziročním nárůstem průměrné celní sazby (ta se zvedla o více než 10 procentních bodů). Nicméně, letos už k podobně významnému zvýšení nedojde. Donald Trump může naopak dovozní přírázky snižovat. V neposlední řadě pomáhají i uvolněné podmínky financování. Vysoké kurzy akcií nebo dluhopisů znamenají, že se podniky i domácnosti levně financují, což v konečném důsledku zrychluje dynamiku HDP.



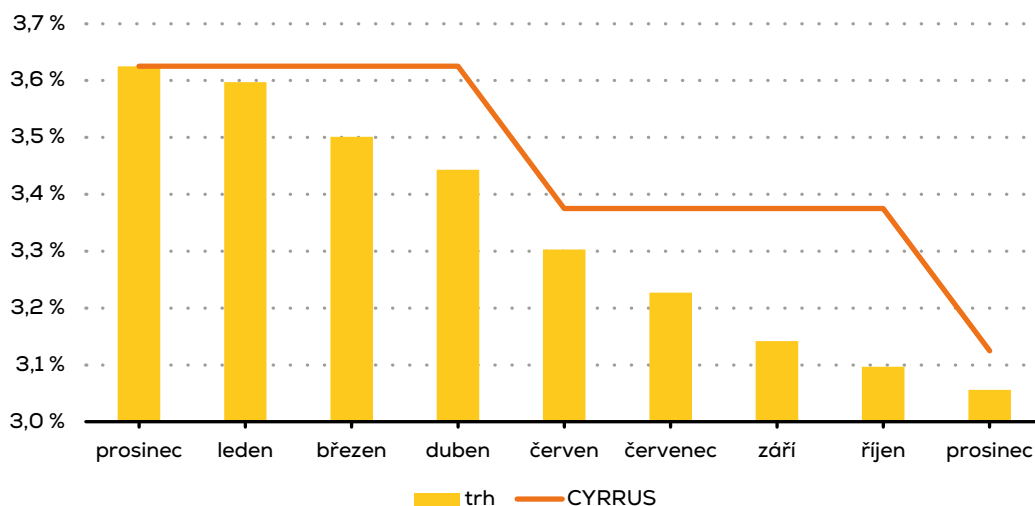
Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Inflace měřená přírůstkem spotřebitelských cen během loňska ustupovala – z 3 procent na 2,7 procenta v listopadu. Letos bude dezinflační proces pokračovat a **tempo růstu cen do konce roku zpomalí na 2,4 procenta**. Hlavním faktorem, který k příznivému cenovému vývoji přispěje, je slabší trh práce. Nezaměstnanost se sice mírně zvedá, prozatím se však rozhodně nepřibližuje k úrovním, které by naznačovaly nástup recese. Růst mezd zůstává těsně pod úrovní 4 procent. Historie nás učí, že tato úroveň zhruba odpovídá 2procentnímu inflačnímu cíli.

V takovém prostředí se proto americká centrální banka vydá s úroky opět dolů – po třech sníženích, ke kterým se rozhodla od září. Očekáváme, že **během letoška přistoupí ke dvěma „cutům“** a na konci roku budou sazby v pásmu 3–3,25 procenta. Budou se tak nacházet poblíž svých neutrálních úrovní.

Trh nyní sází na tom, že k prvnímu poklesu úroků dojde v dubnu a ke druhému v červenci. My se přikláníme k názoru, že se Fed vydá se sazbami dolů na **červnovém a prosincovém** zasedání. Na kvartálních shromážděních má totiž banka k dispozici aktualizovanou ekonomickou prognózu. Na prosincovém setkání taktéž šéf Powell prohlásil, že nyní má Fed dostatek času a další uvolňování politiky bude pozvolnější.

Sazby v USA: Trh vs odhad CYRRUS



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Situace, kdy **Fed snižuje sazby a zároveň nedojde k recesi, je pozitivní pro akcie**. Hlavním rizikem je nicméně **pozitivní růstový šok**. Pokud by štědrá fiskální politika hospodářství silně nakopla, hrozí scénář, že inflace zůstane zvýšená a Fed si nebude moci dovolit úroky snižovat. To by mohlo vést k **nárůstu dluhopisových výnosů a spustit pokles cen akcií**. Na druhou stranu je určitým rizikem i recese: v takovém případě by sice nastal pokles sazeb, ale byl by způsobený citelným ochlazením trhu práce a postupným ochabováním spotřeby, což akciím škodí. Trh nyní vnímá, že v ročním horizontu je šance příchodu recese zhruba 30 procent. To značí, že jde spíše o nepravděpodobný scénář, který ale nelze zcela ignorovat.

S ohledem na pokračování dezinflačního procesu je našim základním scénářem pokles **dluhopisových výnosů**. Skutečnost, že ekonomika poroste svižným tempem ovšem znamená, že prostor pro nižší výnosy, zejména delších vládních bondů, je limitovaný. Do konce roku je realistické očekávat, že výnos desetiletého amerického vládního bondu klesne zhruba o **20–30 bps – tzn. na 3,9 až 4 procenta**.

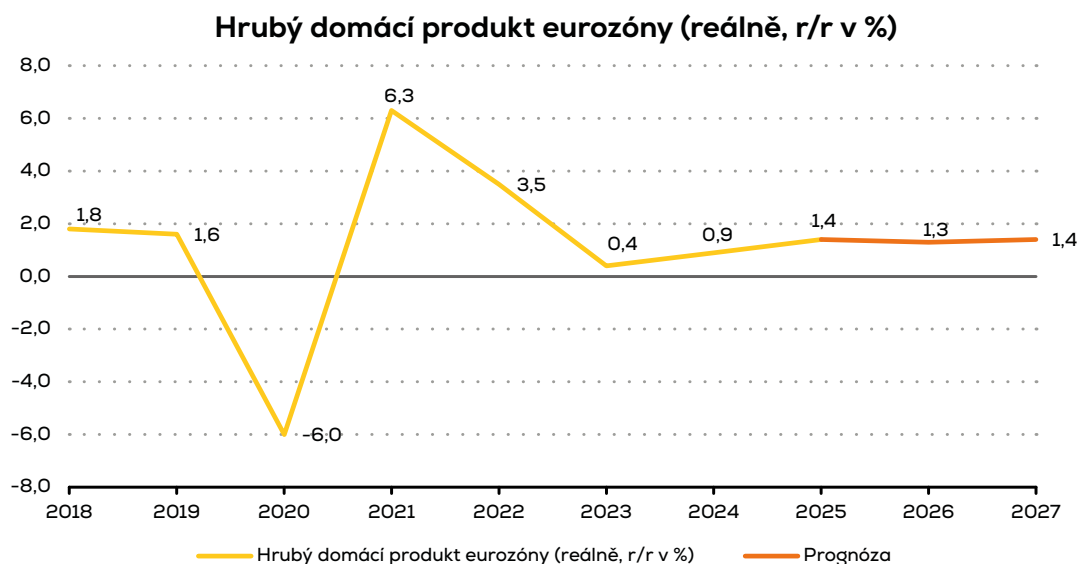
Naplnění této teze je citlivé na ekonomický růst. Pokud by překvapil směrem vzhůru, vzrostou i výnosy vládních obligací.

Trh sází na další oslabování americké měny – euro by proti dolaru mělo do konce roku posílit na úroveň 1,2. V tomto směru jsme o něco větší optimisté a očekáváme, že **dolar uzavře rok na současných úrovních okolo 1,17**. Dosavadní pokles americké měny byl významný a souvisí s nárůstem politického rizika v USA. To se však již nebude opakovat. Věříme, že nástupce Powella v čele Fedu nebude snižovat sazby na politickou objednávku. K dalšímu uvolnění měnové politiky přistoupí pouze tehdy, **pokud to umožní inflační situace**. Přestože ECB v roce 2026 ponechá s nejvyšší pravděpodobností úroky beze změny, dolar udrží na současných úrovních rychlejší růst v USA ve srovnání s eurozónou.

Zbrojení a fiskální obrat zvedají růst v Evropě

Zrychlení evropského hospodářství patří mezi klíčová překvapení loňského roku. Z velké části souvisí se dvěma faktory. Tím prvním je nástup Donalda Trumpa do úřadu. Již jeho první kroky ve funkci Evropě jasně ukázaly, že se v otázce obrany musí postavit na vlastní nohy a **začít více zbrojit**. Vyšší armádní výdaje jsou pro hospodářství pozitivní, jelikož zrychlí celkové tempo růstu. Dalším povzbudivým faktorem jsou výsledek voleb v **Německu a rozvolnění přísné fiskální politiky**. Za uplynulý rok 2025 by ekonomika eurozóny měla vzrůst tempem 1,4 procenta.

Očekáváme, že i letos se výkon **evropského hospodářství zvýší o 1,3 procenta**. Pozitivní trendy z uplynulého roku budou i nadále pokračovat. Proti nim ovšem mohou mírně působit bariéry v zahraničním obchodě – kromě USA je pro Evropu nebezpečím i levná čínská konkurence. Určitou protiváhou vůči štedřejší rozpočtové politice v Německu je nutnost fiskálních úspor ve Francii, která v posledních letech zápasí s narůstajícím dluhem.



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Jelikož tempo růstu zrychluje a inflace se nachází mírně nad cílem – jádrová dosahovala v listopadu 2,4 procenta – nemá **Evropská centrální banka důvod nadále snižovat úroky**. Někteří centrální bankéři, jako například Isabel Schnabel, zdůrazňují, že by frankfurtská instituce mohla dokonce přistoupit

ke zvýšení sazeb. Tento scénář v tuto chvíli ovšem vnímáme jako nepravděpodobný. Růst sice zrychlil oproti předchozím létům, zároveň ale není přehnaně silný. Vidíme, že tempo je ve srovnání se Spojenými státy stále zřetelně pomalejší. Zvýšení úroků by připadalo v úvahu v případě, že by hospodářství eurozóny vykazalo výrazně vyšší než očekávaný výkon (například 1,8 procenta). Prozatím však jde o poměrně nepravděpodobnou variantu.

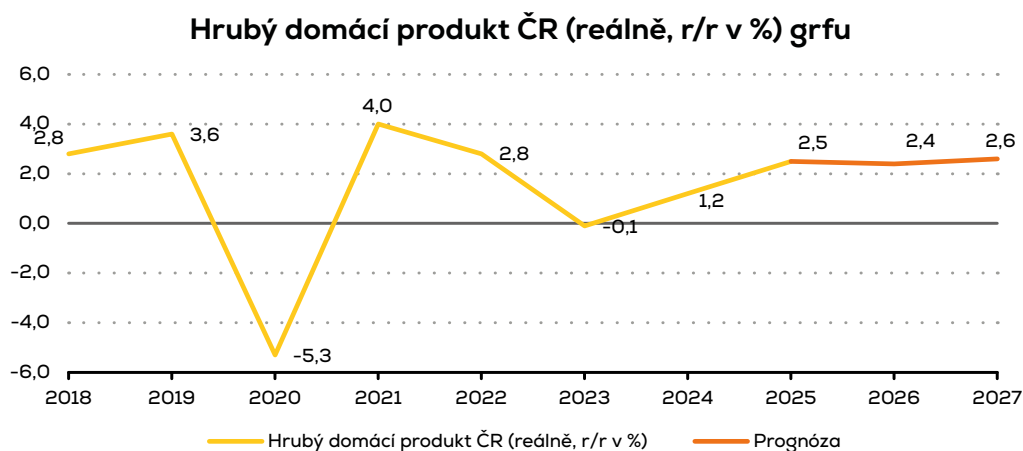
Proto **neočekáváme, že by došlo k dalšímu posilování eura proti dolaru**. Jednotná evropská měna proti americkému platidlu výrazně zhodnotila již v roce 2025. Za celý loňský rok zpevnila o 13,4 procenta. Za tímto zpevněním stojí přehodnocení ekonomického výhledu eurozóny i obavy z nárůstu politického rizika v USA. V současnosti by měl rychlejší americký růst přispět ke stabilizaci kurzu americké měny.

V případě evropských vládních dluhopisů očekáváme jen **mírný nárůst výnosů**. Výnos desetiletého německého vládního bondu se aktuálně nachází na 2,9 procentech. S ohledem na výhled fiskální politiky očekáváme, **že se zvýší na 3 procenta**. V případě zemí jižního křídla eurozóny bude následovat proces sbližování výnosů s německými. To souvisí s lepší ekonomickou perspektivou jihu Evropy.

Zotavení české ekonomiky pokračuje – domácnosti táhnou růst

Tuzemská ekonomika loni konečně zažila zotavení. **Snížení inflace a současně rychlý růst reálných mezd** přispěly k tomu, že se **vrátila kupní síla domácností** a podařilo se oživit spotřebu. I firemní investice rostly poměrně slušným tempem. Současný hospodářský výkon do určité míry souvisí s efektem dohánění pomalého růstu po covidu. Částečně jde taktéž o reakci na povzbudivé vyhlídky starého kontinentu, zejména na fiskální impuls v Německu.

Očekáváme, že dané trendy budou plně pokračovat i během letoška. Tuzemská ekonomika bude i nadále **podporována silnou spotřebou domácností**. I robustní zahraniční poptávka bude tuzemské ekonomice pomáhat. Pravděpodobně jí bude hrát do karet i rozpočtová politika nové vlády. Celkově očekáváme, **že se ekonomika zvýší o 2,4 procenta** tedy nepatrně pomaleji než v roce 2025.



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Nicméně návrat k růstu má i svou odvrácenou stránku v podobě přetrvávání inflačních tlaků. Ceny se v prosinci zvedly o 2,1 procenta (y-y) a jsou tak těsně nad cílem. Centrální bance se ovšem **nedaří stlačit dolů inflaci v sektoru služeb**. Ta vychází z rychlého tempa růstu reálných mezd, který v prosinci dosahoval 4,5 procenta y-y.

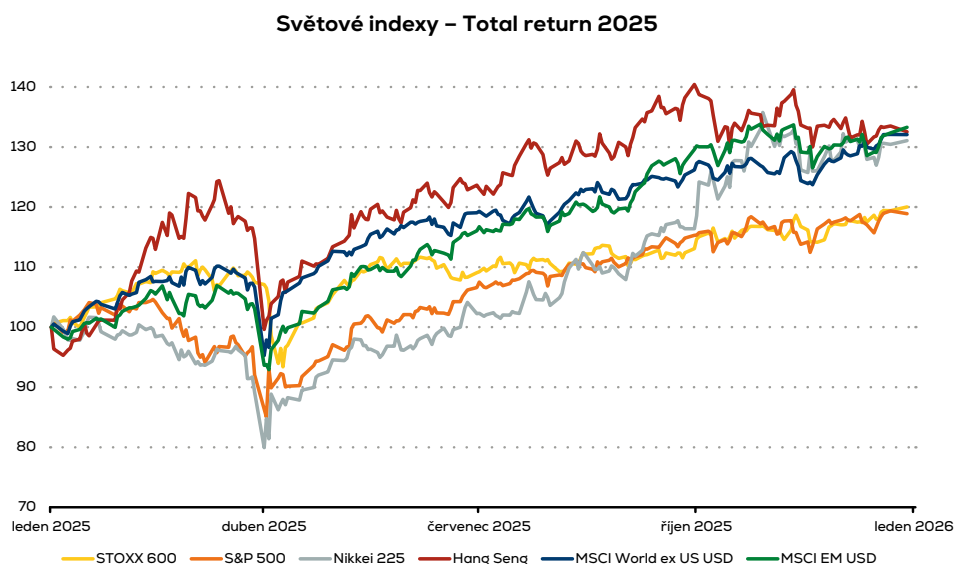
Bankovní rada si uvědomuje, že pokračování růstového trendu podpořeného expanzivní fiskální politikou, může přispět k návratu inflačních tlaků. Proto věříme, že bude celý rok **držet sazby na současných úrovních 3,5 procenta**, kde se nachází již od května. Přestože někteří radní zmiňovali možnost úroky zvednout, nepředpokládáme, že jde o pravděpodobnou variantu. Současné nastavení politiky lze považovat za spíše restriktivní, jelikož se sazby nacházejí mírně nad neutrální úrovní. Zároveň platí, že **současná úroveň inflace není tak vysoká, aby zvyšování úroků vyžadovala** – reálné, tedy o inflaci očištěné sazby, se nacházejí v kladném teritoriu.

Inflaci pomáhá brzdit i silný kurz koruny. Ten se proti euru aktuálně nachází na úrovni 24,2. Navzdory jestřábímu postoji národní banky a zlepšování kondice tuzemské ekonomiky ovšem sázíme na pouze **mírné posílení koruny během roku 2026**. Platí totiž, že poměrně jestřábí tón naladila i ECB, která taktéž otevřela možnost letos zvýšit sazby. Pozitivní ekonomická překvapení jsou možná i v eurozóně. Z tohoto důvodu čekáme, že proti jednotné evropské měně **uzavře koruna rok na úrovni okolo 24**.

Rok 2026 na trzích: test valuací a růst zisků jako klíčový motor

Rok 2025 znovu přinesl řadu událostí, které zásadně formovaly sentiment na trzích. Pokud bychom jej měli shrnout do dvou pojmů, byly by to **Donald Trump a umělá inteligence**.

Politická nejistota spojená s americkou administrativou se projevila zejména ve dvou rovinách: v první polovině roku šlo o **vyostření obchodní politiky prostřednictvím cel**, ve druhé polovině roku o opakovaně otevírané téma **nezávislosti americké centrální banky**. Reakce trhů se promítla do oslabení amerického dolaru a do postupného přesunu části kapitálu mimo USA, případně do alternativních aktiv, jako zlato. Vývoj vybraných světových indexů vyjádřený jako total return (tržní cena + dividendy) v průběhu roku 2025 ukazuje graf níže.



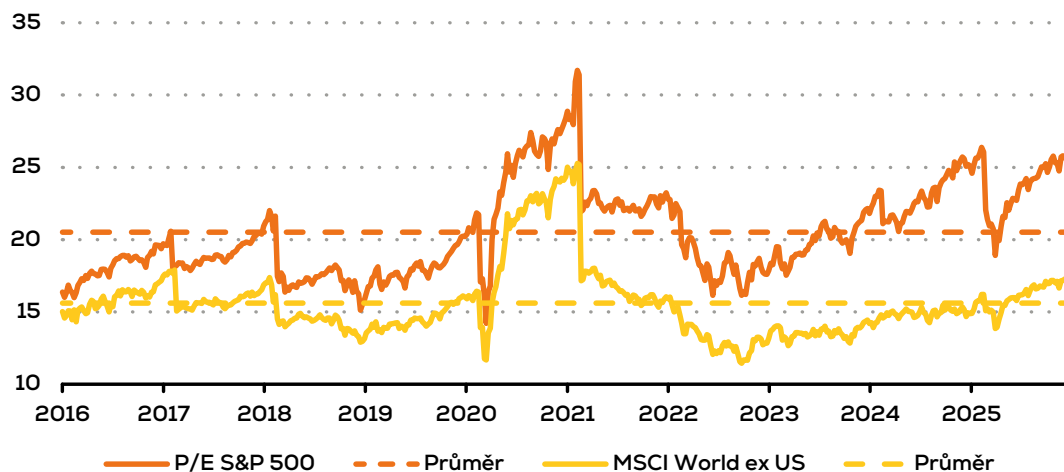
Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Nejsledovanější americký index **S&P 500** i přesto během roku 2025 posílil na ceně o **necelých 18 %** (konsenzus analytiků Bloomberg na začátku roku přitom počítal s cenovým růstem kolem 12 %). Ve srovnání s ostatními světovými indexy však jeho výkon zaostal. Do výkonnosti amerického trhu **výrazně promlouvalo téma umělé inteligence**, konkrétně investice do výstavby datových center.

Ty se promítly napříč navázanými segmenty (zejména polovodiče, energetika...). Podstatnou část tohoto investičního cyklu **táhnou velké technologické společnosti** – tzv. hyperscaleři, tedy provozovatelé cloudové infrastruktury a datových center (Microsoft, Amazon, Google, Meta aj.). Jejich kapitálové výdaje v roce 2025 odhadem dosáhly zhruba **400 mld. USD**, zatímco trh na začátku roku očekával přibližně 230 mld. USD; tato akcelerace CAPEX se následně přelévá i do výsledků a sentimentu v širším dodavatelském řetězci.

Aktuálně se index S&P 500 obchoduje za valuační násobek P/E (poměr tržní ceny a zisku) **přibližně 26***, zatímco desetiletý průměr činí zhruba **20***. V porovnání se širokým indexem MSCI World ex USA se americký trh obchoduje přibližně s **50% přírážkou**. Důvody této premie mohou být strukturální (historická etablovanost, vyšší transparentnost a dostupnost informací, inovační a regulační prostředí), klíčovým faktorem je však přetrvávající optimismus trhu ohledně schopnosti amerických firem **růst dvouciferným tempem i v následujících letech**.

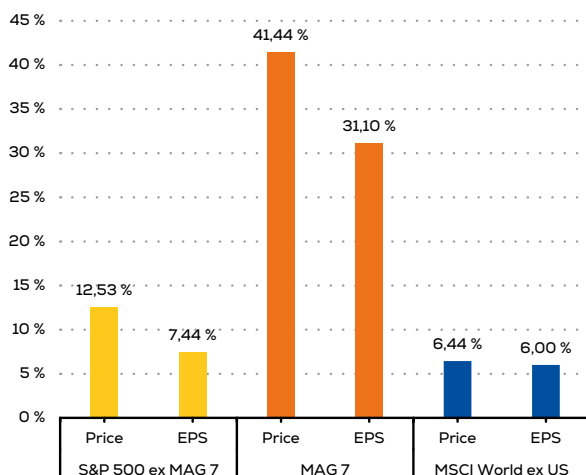
Valuační násobek P/E



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Dívat se pouze na „prostý“ valuační ukazatel P/E a z toho vyvozovat, že celý akciový trh je drahý, by bylo poněkud zjednodušující. Smysluplnější je rozlišit, **do jaké míry je růst trhu tažen zvýšením zisků a do jaké míry expanzí valuací**. Pokud porovnáme kumulativní růst ceny akcií a zisku na akcii (EPS) ve vybraných skupinách od začátku roku 2020, vychází následující:

- **S&P 500 bez big tech** (bez skupiny MAG 7): cena akcií těchto 493 společností rostla v průměru **o 70 % rychleji** než EPS těchto společností.
- **MAG 7** (AMZN, AAPL, GOOGL, NVDA, MSFT, META, TSLA): cena akcií rostla v průměru **o 30 % rychleji** než EPS těchto společností.
- **MSCI World ex USA**: cena akcií rostla v průměru **o 7 % rychleji** než EPS těchto společností.



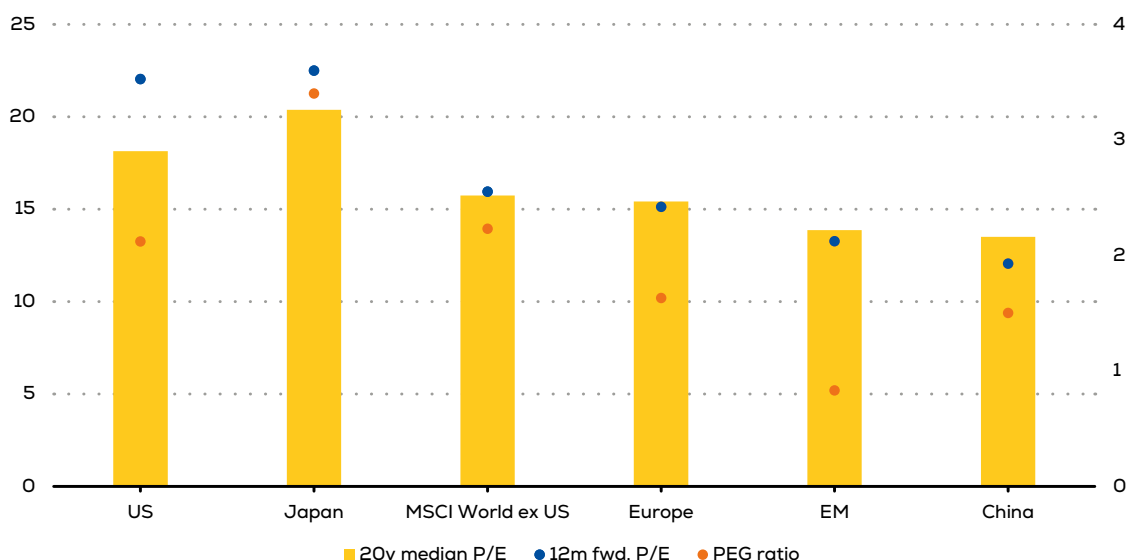
Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Trh je dopředu hledící – v cenách se proto typicky promítají očekávání budoucího vývoje. V případě indexu S&P 500 to lze interpretovat tak, že dnešní úroveň cen do značné míry reflektuje zisky, které trh očekává až s přibližně dvouletým předstihem (tj. „zaceňování“ budoucího růstu EPS).

Současně je americký trh výrazně koncentrovaný: sedm největších titulů (MAG 7) **tvoří zhruba třetinu celkové ziskovosti indexu** a dlouhodobě vykazuje nadprůměrné tempo růstu. Právě očekávání pokračování tohoto růstu podporuje valuace a cenu těchto akcií, a tím zvedá i celý index. U zbylých 493 akcií se pak častěji projevuje efekt „přelití“ valuací – jejich ceny rostou rychleji než fundament, tedy rychleji než samotné zisky.

Předpoklady pro úvahy o trhu pro rok 2026 a další období:

- **USA: trh je z dnešního pohledu jako celek drahý**
 - při nákupu širokého trhu na úrovních forward P/E (dnešní tržní cena vůči budoucím odhadovaným ziskům) 23× a výše se investor **s desetiletým horizontem historicky pohyboval v pásmu přibližně -2 % až +2 % p. a.** (dle analýzy J.P. Morgan).
- Velké technologické společnosti: i při vysokých valuacích mohou dávat smysl, **pokud udrží tempo růstu zisků**; klíčové je však řízení kapitálu a rozhodnutí managementu
 - **rozhodující proměnnou je výše CAPEX** (kapitálové výdaje) a schopnost monetizace vybudované infrastruktury. Očekávaný CAPEX do roku 2030 a růst tržeb sám o sobě nemusí stačit k dosažení návratnosti v pásmu 9–12 %.
 - dle Goldman Sachs v posledních dvou letech u AI hyperscalerů klesla průměrná párová korelace přibližně z 80 % na 20 %, což naznačuje vyšší citlivost **trhu na rozdíly v CAPEX a návratnosti**.
- Zbylých 493 společností v rámci S&P 500: u řady titulů **roste cena rychleji než ziskovost**
 - to otevírá prostor pro selektivní přístup: **hledat příběhy, kde je růst ceny více podložen fundamentem** (zisky / cash flow), a kde ocenění ještě neodráží celý potenciál.
 - v takovém prostředí může výběr jednotlivých akcií dávat větší smysl než nákup trhu jako celku.
- Pohled mimo USA: diverzifikace i expozice na globální lídry mimo americký trh
 - klesající párové korelace akcií napříč regiony **mohou zvyšovat přínos geografické diverzifikace**.
 - zároveň je nutné počítat s odlišnou mírou informovanosti a transparentnosti (nižší frekvence komunikace, specifika lokálního trhu, rozdílné standardy reportingu).
 - u rozvojových trhů investor typicky podstupuje politické a měnové riziko; pro efektivní expozici a rozložení rizik mohou být vhodným nástrojem ETF.



20y median P/E – medián ukazatele Price to earnings za posledních 20 let

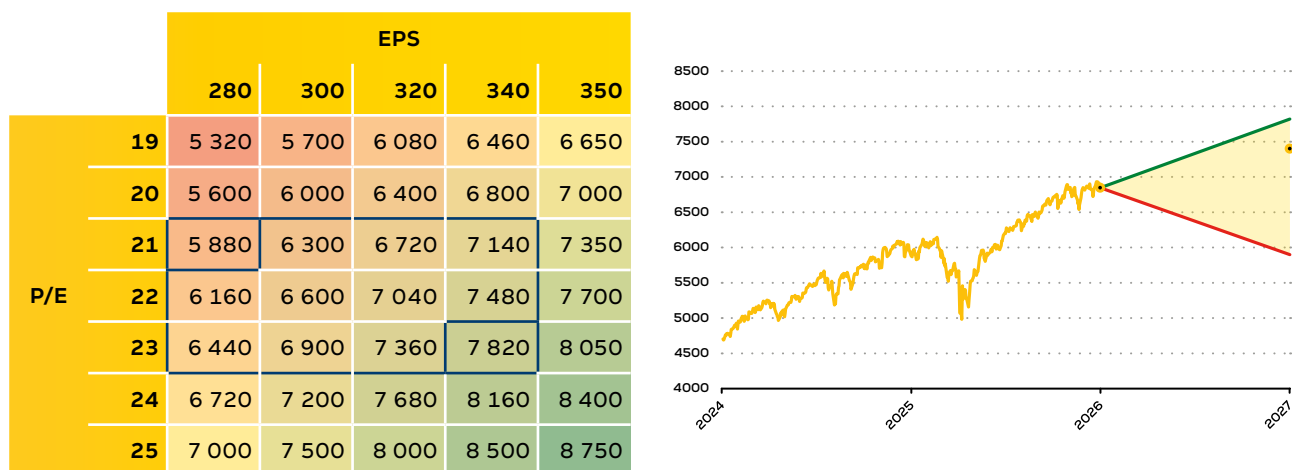
12m fwd. P/E – Odhad ukazatele P/E s využitím odhadu zisků pro 12 měsíců

PEG Ratio – Poměr ukazatele P/E a očekávaného tempa růstu zisků (EPS Growth Rate)

Zdroj: CYRRUS

Odhad pro index S&P 500 pro konec roku 2026

Hlavním pracovním předpokladem pro rok 2026 je, že **prostor pro další expanzi valuací je z velké části vyčerpán**. Případný růst indexu S&P 500 by tak měl být **tažen především zvýšením zisků**. Konsenzus pro EPS (earnings per share) ke konci roku 2026 činí 310 USD, což odpovídá meziročnímu růstu přibližně o 14 %.



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Historická chybovost odhadů EPS dosahovala v posledních pěti letech v průměru zhruba 12 %, za poslední tři roky přibližně 6 %. Pokud při práci se scénáři zohledníme konzervativní odchylku kolem 10 % a promítneme ji do valuační matice, **vychází pro S&P 500 rozpětí přibližně 5 900 až 7 800 bodů** (v závislosti na zvoleném násobku P/E). Při setrvání pozitivního sentimentu, ale zároveň při rostoucích diskusích o riziku přehřátí trhu, pracujeme jako se **základním scénářem s násobkem P/E kolem 23×**. Při EPS 320 USD to **implikuje cílovou úroveň zhruba 7 400 bodů** (tj. přibližně +7,2 % vůči úrovni k 31. 12. 2025).

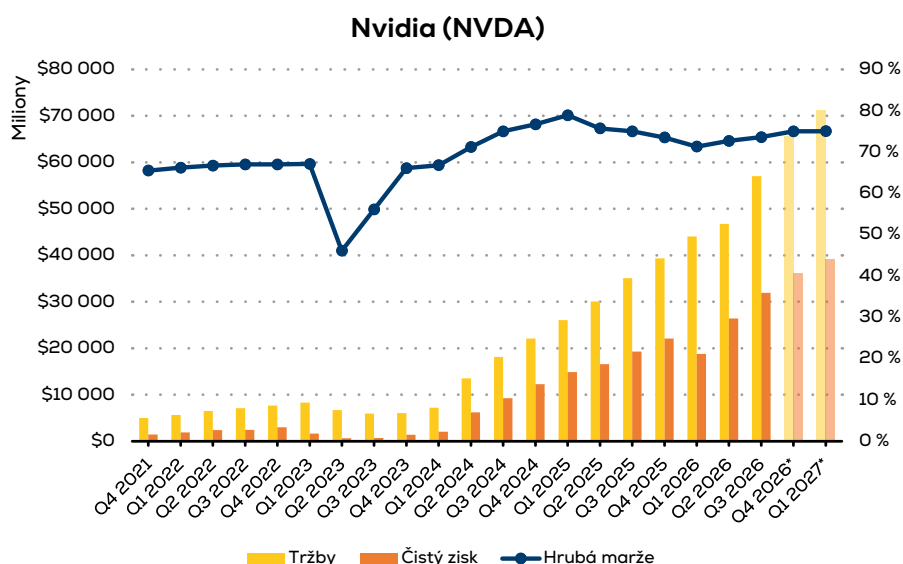
Výhled světových analytiků na hodnotu S&P 500 k konci roku 2026 zveřejněný 17. 12. 2025

Firma	2026	2026 P/E
Bank of America	7 100	22,9
Barclays	7 400	24,3
Cantor Fitzgerald	7 400	23,9
Citigroup	7 700	24,1
Deutsche Bank	8 000	25,0
Evercore ISI	7 750	26,2
Fundstrat	7 700	25,1
Goldman Sachs	7 600	24,9
HSBC	7 500	25,0
JP Morgan	7 500	23,8
Morgan Stanley	7 800	24,6
Ned Davis Research	7 100	25,4
Oppenheimer	8 100	26,6
Scotiabank	7 500	24,9
Societe Generale	7 300	23,5
UBS	7 500	24,3
Wells Fargo	7 800	25,2
Průměr	7 574	24,7
MAX	8 100	26,6
MIN	7 100	22,9

Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Umělá inteligence: od euforie k monetizaci

Umělá inteligence (AI) zůstává i v roce 2026 ústředním technologickým i tržním tématem. Minulý rok byl ve znamení nebývalé euforie kolem AI – společnosti masivně investovaly do infrastruktury, vývoje modelů a integrace funkcí do produktů. Akcie řady firem prudce rostly už jen na základě oznámení, že implementují AI či budují datová centra. Hlavními vítězi této vlny byly polovodičoví lídři (zejména **Nvidia**) a několik softwarových gigantů (**Microsoft**, **Alphabet**), kteří díky AI zaznamenali skokový růst zisků a mimořádné marže kolem 70 %. Například **Nvidia** v roce 2025 meziročně zvýšila čistý zisk o více než 60 %, což ukazuje, že růst **nebyl čistě hype, ale byl opřen i o fundamentální výsledky**.



Zdroj: Vlastní zpracování dat z Bloomberg, CYRRUS

Do roku 2026 však investoři vstupují s otázkou, kde je vrchol AI cyklu a kdy se investice začnou promítat do udržitelného byznysu. Tržní sentiment se posouvá **od pouhé euforie k požadavku monetizace**. Už nestačí oznámit, že máme AI, ale **bude potřeba ukázat konkrétní přínos do tržeb, produktivity a marží**. Firmy jako Microsoft již loni uvedly placené AI nástroje (např. Microsoft 365 Copilot) a očekávají z nich nové příjmy. **Monetizace AI** probíhá také skrze cloudové platformy: poskytovatelé jako AWS, Azure či Google Cloud nabízejí AI služby (LLM modely, GPU výpočetní výkon) formou předplatného pro firmy. Odhaduje se, že podniky utratily v roce 2025 za generativní AI služby 37 miliard dolarů, což je více než trojnásobek oproti 2024. Tento trend má ve 2026 dále akcelarovat, jakmile se AI projekty přesunou z pilotů do produkčního nasazení.

Nemalou výzvou je **energetická a výpočetní náročnost AI**. Trénování a provoz pokročilých modelů vyžaduje obrovský výkon datových center, které spotřebovávají elektřinu jako menší města. **Spotřeba energie** tažená AI se stala tak výrazným fenoménem, že analytici začali favorizovat i navazující sektory: např. **utility** a poskytovatele cloudových datacenter. Firmy proto budují nové kampusy plné superpočítačů a hledají inovace v chlazení či čípech, které by výpočet na watt zefektivnily.

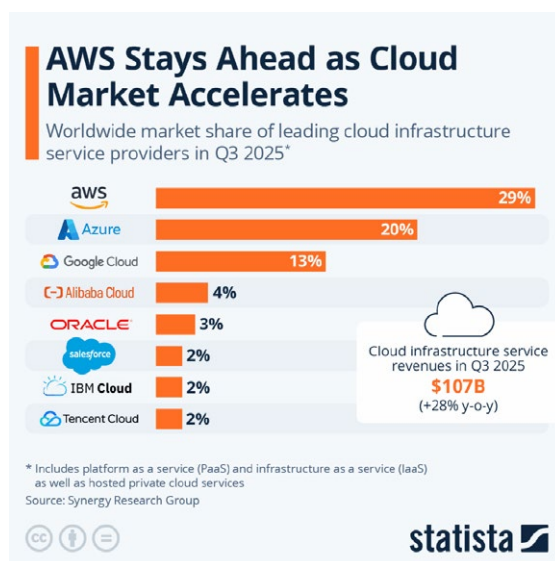
Kapitálové výdaje největších hráčů prudce rostou: jen čtyři největší technologické firmy (Alphabet, Microsoft, Amazon a Meta) investovaly v roce 2024 do infrastruktury téměř 200 mld. USD a v roce 2025 se podle některých odhadů tyto výdaje **vyšplhaly až na 400 miliard dolarů**. Důsledkem je i **příliv zakázek pro průmyslové dodavatele** od výrobců čipů a serverů (největším beneficentem je Nvidia), přes dodavatele elektrických rozvodů a chlazení (např. Schneider Electric), až po výrobce záložních generátorů jako Caterpillar.

V roce 2026 tak lze očekávat pokračování AI závodu ve zbrojení, ale s větším důrazem na **reálné výstupy**. Investoři budou selektivnější: **ocení firmy, které dokážou AI proměnit v konkurenční výhodu a nové příjmy**. Pouhé libivé zmínky o AI již stačit nebudou. Současně však většina velkých investičních domů věří, že nejde o bublinu, ale o nástup nové technologické éry. Na rozdíl od dot-com mánie z konce 90. let generují dnešní technologičtí giganti obrovské zisky a jejich valuace jsou sice zvýšené, ale ne extrémní – pohybují se kolem poloviny úrovně roku 2000.

Technologické firmy dnes vykazují mimořádný růst zisků, takže optimismus je do značné míry oprávněný. Někteří analytici proto hovoří spíše o **novém růstovém cyklu** než o nafukující se bublině. Celkově zůstává AI oblastí obrovských příležitostí, ale již s kritičtějším pohledem: rok 2026 ukáže, nakolik se podaří přetavit AI hype do hmatatelného byznysu

Cloudové služby: základ digitální ekonomiky

Cloudový sektor vstupuje do nového roku ve výborné kondici. Po menším zpomalení růstu v letech 2022–2023 nabral v roce 2025 opět na obrátkách díky **explozivní poptávce po AI**. Příjmy z globální cloudové infrastruktury (IaaS, PaaS) dosáhly ve 3Q25 rekordních 107 mld. USD, což představuje nárůst o 28 % meziročně. AI se ukázala jako klíčový katalyzátor – masivní GPU workload pro trénování a nasazování modelů napříč odvětvími vedly k prudkému růstu spotřeby cloudu. **Veřejné cloudové služby v oblasti infrastruktury rostly ke konci roku 2025 tempem 30 % ročně**, zatímco specializované služby typu GPU-as-a-Service meziročně expandovaly dokonce o více než 200 %.



Cloudový trh v roce 2025 akceleroval díky poptávce po AI.

Graf ukazuje podíly hlavních poskytovatelů cloudové infrastruktury ve 3Q 2025 a meziroční růst odvětví.

Dominanci si nadále udržuje velká trojka: **Amazon Web Services (AWS)** s 30 % globálním podílem, **Microsoft Azure** s 20 % a Google Cloud s 13 %. AWS zůstává největší hráč, avšak jeho růst mírně zpomalil (17 % meziročně ve 2Q25). Rychleji rostou Azure a GCP, těžící z integrace AI služeb – Microsoft úzce propojuje Azure s platformou OpenAI, zatímco Google láká firmy na své modely Gemini a Vertex AI.

Mimo velkou trojku zaznamenali ve 2025 překvapivě vysoký růst noví a specializovaní hráči: např. startup **CoreWeave**, specialista na GPU cloud, se vypracoval mezi top 10 poskytovatelů s odhadovaným kvartálním cloudovým výnosem přes 1 mld. USD. Daří se i **Oracle Cloud** (3% podíl globálně) díky podnikovým zákazníkům ERP/databází a **Alibaba Cloud** (4% podíl) dominujícímu v Číně. V Číně obecně kralují domácí hráči (Tencent, Huawei Cloud), zatímco Evropa zůstává z 85 % závislá na amerických gigantech. Postupně však i v Evropě roste význam regionálních poskytovatelů jako OVHcloud, což podporuje i obavy z geopolitických rizik a ochrany dat.

Z pohledu investic byl rok 2025 ve znamení **mimořádných kapitálových výdajů** hyperscalerů. Alphabet navýšil plán capexů na rok 2025 z 75 mld. na 91 mld. USD, přičemž většina směřuje do rozšiřování datových center, serverů a sítí pro AI a cloud. Podobně Microsoft oznámil 80 mld. USD investic do cloudové a AI infrastruktury. Tito hráči staví ve velkém nová **datová centra**. Microsoft uvedl, že jen za fiskální rok 2025 zprovoznil 2 GW nového výkonu a celkově provozuje přes 400 datových center.

Energetické nároky cloudu rostou ruku v ruce; důraz je proto kladen na efektivitu a obnovitelné zdroje energie pro napájení těchto center. Trendem v roce 2026 bude také **multicloud a edge computing**. Velké podniky **diverzifikují své cloudové využití mezi více poskytovateli** a tlačí na optimalizaci nákladů. Nově se prosazují také modely distribuovaného cloudu a edge (výpočty blíže uživateli), aby se snížila latence např. pro AI aplikace v reálném čase či IoT.

Celkový výhled pro cloudové služby v roce 2026 je velmi pozitivní. **Cloud se stal nepostradatelnou kostrou digitální ekonomiky a poptávka po něm roste napříč regiony i odvětvími**. Dokonce i při zpomalení tempa růstu na 20 % ročně přidává tento sektor každoročně desítky miliard dolarů. Rizikem zůstává silná konkurence a tlak na marže – zákazníci očekávají snižování cen výpočetního výkonu, zejména u komoditních služeb.

Hlavní hráči ale mohou těžit z **ekonomiky rozsahu** a z nabídky produktů s vyšší přidanou hodnotou (AI služby, specializované cloudové řešení), takže se očekává, že si udrží robustní cash flow. Cloud tedy zůstává investičně atraktivním segmentem, Investoři budou sledovat zejména **tempo růstu jednotlivých providerů**, jejich kapitálovou disciplínu a schopnost udržet si tržní podíl.

Polovodiče – závod za bilionem dolarů

Polovodičový průmysl má za sebou silný rok a vyhlídky pro 2026 jsou ještě lepší. Po slabším roce 2023 (kdy globální prodeje čipů poklesly kvůli přebytku zásob a oslabené poptávce po PC/telefonech) nastal v roce 2024 obrat a trh čipů vzrostl o 20 % na 631 mld. USD. V roce 2025 zrychlil růst na odhadovaných **22,5 %** s tržbami přes **772 mld. USD**. Hlavním motorem oživení jsou **logické čipy a paměti** pro datacentra a AI. Podle organizace WSTS (World Semiconductor Trade Statistics) se v roce 2025 právě segmenty

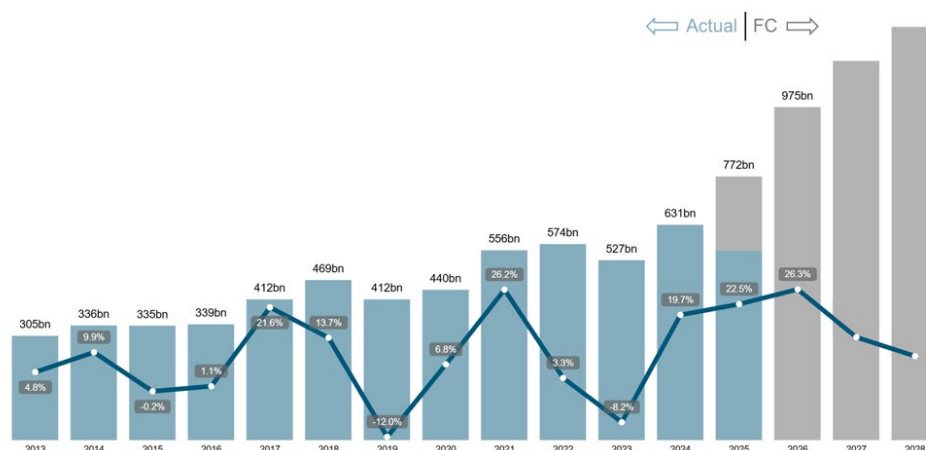
logiky (procesory, AI akcelerátory) zvýší o 37 % a paměti o 28 % díky poptávce pro AI aplikace a cloudovou infrastrukturu.

Výhled na rok 2026 je mimořádně optimistický: očekává se **další růst o 25–30 %**, čímž prodeje poprvé překročí **900 mld. USD** a budou atakovat hranici **1 bilionu USD**. Klíčovou roli opět sehrají AI akcelerátory a související komponenty – boom umělé inteligence totiž výrazně zvyšuje **silicon intensity**, tedy spotřebu čipů na jednotku výpočetního výkonu.

Jeden datový uzel pro trénování AI může obsahovat desítky špičkových GPU/TPU a terabajty paměti, což generuje obrovskou poptávku po těchto komponentech. Výrobci **paměti (DRAM, Flash)** po letech kolísání hlásí plné kapacity: např. Micron Technology má své paměťové moduly na celý příští rok vyprodány. Daří se i producentům specializovaných čipů mimo Nvidii. **Roste poptávka po alternativních a levnějších čipových řešeních** (např. nové AI akcelerátory od firem jako **AMD**, případně čínských dodavatelů), což by mohlo rozprostrit růst napříč více společnostmi.

Global semiconductor market (billion US\$)

Actual & Forecast in billion US\$, YoY growth in percent



Globální trh polovodičů – historický vývoj a prognóza. Vidíme cyklický propad v letech 2019 a 2023, následovaný silným růstem v letech 2024–2026, kdy prodeje čipů míří k 1 bilionu USD ročně.

Regionálně nejvíce profituje **Amerika a Asie**, kde sídlí hlavní výrobci a poptávka roste nejrychleji – v roce 2025 vzrostou tyto trhy o 20–30 %. **Evropa** naproti tomu v 2025 poroste jen 12 %, což odráží její menší zastoupení ve špičkových segmentech. Evropské firmy dominují spíše v analogových čipech, automobilových součástkách a výrobních strojích. V roce 2026 však i Evropa zrychlí na dvojciferný růst díky postupnému zotavení poptávky v autoprůmyslu a investicím motivovaným evropským CHIPS Act.

Klíčovým evropským hráčem je nizozemská **ASML**, výrobce litografických strojů, jejíž objednávky z odvětví logických i paměťových čipů indikují silnou poptávku po jejich strojích, které nelze při výrobě nejpokročilejších čipů nahradit. Přesto je třeba zmínit, že většina nových kapacit se staví v Asii (např. TSMC na Tchaj-wanu a v USA, Samsung v Koreji a USA) a **geopolitická závislost na asijských foundry** zůstane i letos tématem. USA a EU sice přislíbily obrovské dotace na výstavbu vlastních fabrik, ale tyto investice přinesou významnější produkci až po roce 2027. Do té doby bude trh citlivý na jakékoli narušení. Například konflikt kolem Tchaj-wanu by měl nedozírné dopady na dodávky pokročilých čipů.

Z hlediska **firemních výsledků** lze v polovodičovém sektoru čekat nadprůměrnou ziskovost. Špičkoví hráči jako **TSMC, Samsung, Intel** (foundry a IDMs) a **Nvidia, AMD** (návrh čipů) budou těžit z vyšší poptávky i cen u nepokročilejších produktů. Marže Nvidie či TSMC jsou na historických maximech.

Odvětví však není bez rizik: **cykličnost** – po extrémním růstu v 2024–26 může přijít opět nasycení a pokles poptávky; **konkurence** – technologický náskok Nvidie v AI by mohla ohrozit nová generace čipů od konkurentů; **regulace a exportní kontroly** – již nyní restriktce brání prodejem nejlepších čipů do Číny, což tlačí dolů tržby největších hráčů.

Pro rok 2026 nicméně převládá pozitivní tón: **žízeň po AI** zajišťuje odbyt většině klíčových kategorií čipů a analytici vidí polovodiče jako jeden z nejperspektivnějších sektorů vůbec. Podle WSTS jde o výjimečnou situaci, kdy dva silné roky po sobě (2024–25) mají být následovány ještě silnějším rokem. Jde prakticky o **nový super-cyklus** poháněný umělou inteligencí a digitalizací.

Příležitosti a rizika technologického sektoru

Technologické odvětví nabízí řadu atraktivních příležitostí, avšak investoři by měli mít na paměti i podstatná rizika. Níže shrnujeme hlavní z nich:

- **Potenciální přehřátí trhu (valuace vs. realita):** Po extrémním růstu cen v letech 2023–2025 jsou ocenění velkých tech firem zvýšená. I když nejsou na úrovni dot-com bubliny a podkládají je silné zisky, **stále hrozí korekce, pokud by výsledky firem začaly zaostávat za očekáváním.** Příležitostí je naopak skutečnost, že technologičtí giganti mají robustní finanční pozice a generují cash flow, kterého firmy z dot-com éry nedosahovaly – to brání výraznějším poklesům. Valuačně zajímavější mohou být **technologie mimo USA** (Evropa, EM), kde jsou násobky obecně nižší.
- **Regulace a politické zásahy:** Rizikem je zpřísnující se regulační prostředí. V roce 2025 už Evropa zavedla legislativu jako **DMA/DSA** (omezení pro velké online platformy) a připravuje zmíněný **AI Act**. USA zvažují antimonopolní kroky proti některým big tech hráčům. Negativně může zapůsobit i politická nejistota – např. **prezidentské volby v USA 2024** přinesly návrat protekcionismu, což by v dalším období mohlo komplikovat dodavatelské řetězce. Pro investory je však příležitostí, že velké firmy mohou ovlivňovat regulační debatu a menší hráči **v oblastech jako kyberbezpečnost mohou těžit z nových standardů** (např. poptávka po compliance řešeních).
- **Konsolidace odvětví (M&A):** Fúze a akvizice zůstávají důležitou součástí strategie technologických firem. I přes volatilitu trhů se v sektoru dál odehrávají velké obchody – Broadcom dokončil převzetí VMware (enterprise software), Amazon kapitálově vstoupil do AI startupu Anthropic apod. V roce 2026 může pokračovat vlna strategických akvizic v AI. Větší hráči pohlcují inovativní startupy, aby získali technologie a talenty. **Konsolidace může přinést synergie a urychlit inovace, což podpoří akcie cílových firem.** Naopak neúspěšné spojení či integrace představuje riziko – vyplatí se sledovat, zda plánované M&A dávají strategický smysl a zda nenarazí na regulační překážky.
- **Kyberbezpečnost a data:** S rostoucí digitalizací roste i riziko kybernetických útoků a úniků dat. V roce 2025 několik velkých firem čelilo incidentům, které vedly k dočasným výpadkům služeb.

či reputační újmě. Regulátoři zpřísňují požadavky na **datovou bezpečnost** – např. v EU je nutné plnit GDPR, v USA se zvyšují standardy pro kritickou infrastrukturu. Pro technologické firmy to znamená nutnost investic do zabezpečení, ale pro **cybersecurity sektor** růstová příležitost. **Investice do osvědčených společností v oblasti kyberbezpečnosti nebo cloudové ochrany dat tak mohou sloužit i jako defenzivní prvek portfolia.**

- **Lidský kapitál:** Překvapivým limitem rozletu technologických firem může **být nedostatek talentů**. Poptávka po expertech na AI, datovou analytiku, cloudovou architekturu či čipové inženýrství výrazně převyšuje nabídku. V roce 2025 se **mzdové náklady v Silicon Valley šplhaly do nových výšin** a firmy rozšiřovaly nábor globálně. Pro investory je to riziko z hlediska marží a zpomalení projektů, pokud firmy neseženou dost odborníků. Na druhou stranu společnosti s nejlepší pověstí a kulturou získají konkurenční výhodu.
- **Makroekonomická nejistota:** Ačkoli základní scénář počítá s příznivým prostředím, **stále existuje riziko recese či návratu inflace**, který by mohl vést ke zvyšování sazeb – **Vyšší úrokové sazby** negativně dopadají na valuace růstových akcií a mohly by tak způsobit výprodej.

Nálada investorů vůči technologickým akciím je na **prahu roku 2026 opatrně optimistická**. Za poslední dva roky prošel sektor dramatickým vývojem: **2023 a 2024 byly velmi silné růstové roky**, kdy hlavní indexy přepisovaly maxima a technologické tituly (táhly trh vzhůru. V průběhu roku 2025 došlo k určité korekci – v dubnu technologický Nasdaq krátce propadl o více než 20 % z vrcholu, což někteří považovali za prasknutí menší „AI bubliny“. Trh se však rychle zotavil a za celý rok 2025 vykázal Nasdaq 20% zhodnocení, širší S&P 500 kolem 16 %.

Pro rok 2026 očekáváme **pokračování růstu akciových trhů, byť umírněnějším tempem**. Dny plošných sázek na celý tech sektor jsou zřejmě pryč. Po extrémním růstu spojeném s AI nastává čas **důsledné selekce** vítězů a poražených. Investoři více rozlišují jednotlivé segmenty i firmy: například **software** byl v posledním období výkonově slabší, protože panovaly obavy, že AI zlevní a zjednoduší vývoj aplikací.

Tento segment teď může nabízet zajímavou hodnotu, pokud se ukáže, že poptávka po kvalitním softwaru neklesne. **Menší technologické firmy druhé vlny** (dodavatelé infrastruktury, datacenter, elektrických sítí, kyberbezpečnosti, automatizace) by podle některých expertů mohly od mega capů převzít růstovou štafetu. **Přechod od AI příběhu velkých společností k AI infrastruktuře u menších společností je jedním z letošních investičních trendů** – trh bude hledat, **kdo všechen ten AI boom fyzicky umožní a udrží** (od serverů přes elektřinu po chlazení).

Stále však platí, že **americké akcie zůstanou pro investory klíčové** – USA si udržují náskok v inovacích i atraktivní prostředí pro byznys. **Evropa a Asie** hrají spíše doplňkovou roli: evropské tech tituly jsou levnější a mohou překvapit. Asijské trhy mohou těžit z lokálního růstu (např. indický IT sektor, jihokorejské výrobce čipů) i z případného zotavení Číny.

AI zůstává klíčovým růstovým motorem, ale už nestačí jen sliby. Investoři chtějí vidět výsledky. Optimismus ohledně dlouhodobého přínosu nových technologií přetrvává. Zároveň ale panuje realističtější tón. Investoři jsou připraveni na výkyvy a počítají s tím, že po několika mimořádných letech může následovat

stagnace. Pokud by však došlo k větším propadům, mnozí to vnímají jako příležitost k nákupům kvalitních titulů ve slevě, neboť **technologie zůstávají tahounem strukturálního růstu ekonomiky.**

Závěrem: Technologický sektor v roce 2026 nabízí mix vysokého růstového a nově i důraz na kvalitu a udržitelnost růstu. **Aktuální sentiment je pozitivní, investoři již jsou opatrnější a budou pečlivě vážit, kam umístit své prostředky.** Při vhodné diverzifikaci a výběru kvalitních titulů však technologie zůstávají jednou z nejatraktivnějších oblastí, neboť pokračují v určování směru vývoje globální ekonomiky.

Energetický sektor: od vrtu k Chatu

Rok 2025 představoval pro **S&P 500 Energy Index** další období neslaných a nemastných výnosů na úrovni 5 %, a zaostal tak za rokem 2024 o zhruba půl procentního bodu. Energetické firmy bojovaly **kombinací zpětných odkupů akcií a dividend proti neúprosně klesajícím cenám ropy**, jejichž skluz poháněla intenzivní těžba ze strany OPEC. Výrazné navýšení nabídky nezbrzdil ani slábnoucí americký dolar. V prosinci 2025 ropa WTI uzavírá na cenové úrovni 58 USD. Pozitivním vedlejším faktorem byl i **růstový trend na zemním plynu**, který se díky stabilně rostoucí poptávce po elektřině pohyboval nad 3 USD/MMBtu prakticky po celý loňský rok.

Výhled sektoru

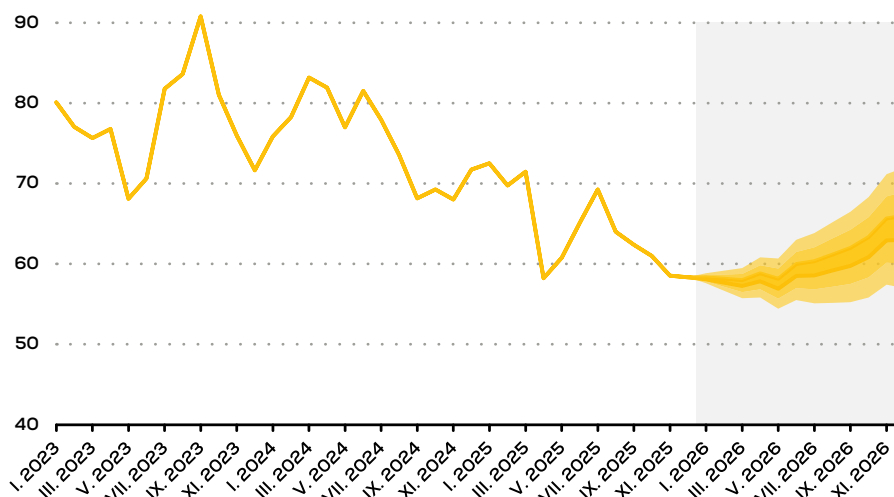
Klíčovou výzvou pro energetický sektor v následujícím roce představuje **nárůst spotřeby datových center** pro umělou inteligenci. Datová centra nejen zvýší potřebu další elektrifikace a přísunu elektřiny, ale zároveň budou představovat zátěžový test pro stávající síť. Inovativnější z firem razí i názor, že samotná AI pomůže navigovat měnící se požadavky, ovšem otázkou zůstává, do jaké míry pomůže virtuální kapacita pomoci obejít reálné fyzické meze energetických sítí. **Významným bonusem pro ekonomický růst bude v roce 2026 levná ropa**, zatímco počet zájemců o zemní plyn bude postupně přibývat.

Ropa

Materializace rizika další těžby ze strany OPEC v plné výši způsobila pokles **z úrovně 75 USD až k aktuálním 60 USD za barel ropy**. V prostředí nízkých cen se těžbařské společnosti budou muset rozhodnout, **zda defenzivně udržovat menší rozvahu bez významného dluhu** nebo se agresivně (a oportunisticky) vrhnout po sousedících firmách jakožto potenciálních akvizičních cílech. V průběhu roku budeme přirozeně preferovat takové firmy, jejichž management se bude schopen vypořádat s výzvami v oblasti M&A.

V obecně rovině očekáváme stagnaci a kolísání cen ropy kolem 60 USD. Pokud geopolitické riziko způsobí krátkodobé prudké zvýšení cen, mohou ho někteří investoři využít k oportunistickým prodejům – což zase cenu stlačí dolů. V nedávné minulosti jsme viděli několik konfliktů, které ceny ropy ovlivnily, přičemž další ohniska potenciálních střetů v roce 2026 se již rýsují na obzoru. **Neočekáváme ovšem, že by investoři reagovali na konflikt přehnaně**, primárně proto, že minulost už několikrát ukázala **shovívavost válčících stran k energetické infrastruktuře**. Komoditní spekulanti tuto skutečnost začínají postupně přijímat.

Predikce cen ropy WTI v 2026

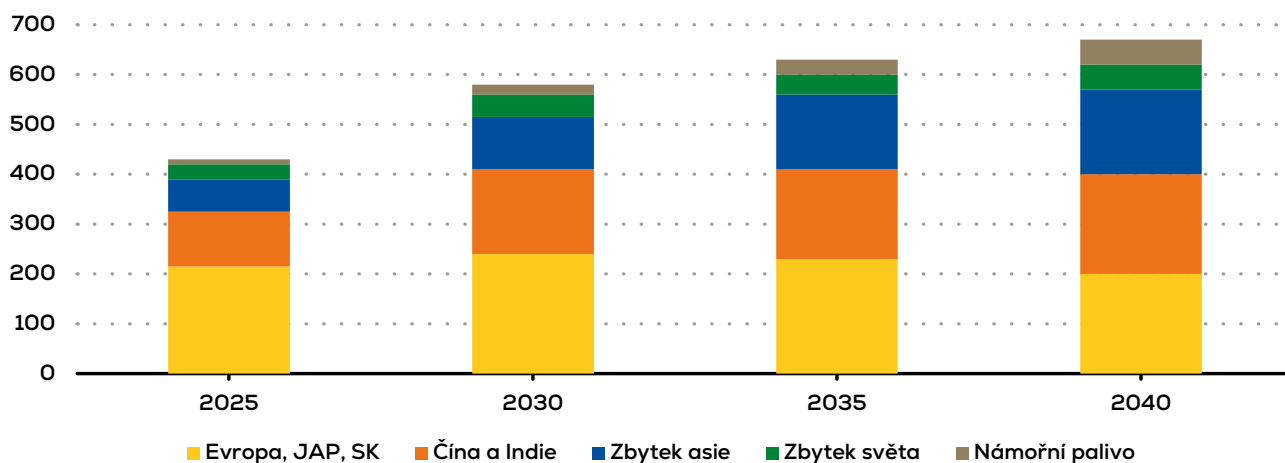


Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

LNG a zemní plyn

S uspokojivým růstem cen zemního plynu v posledních letech očekáváme, že i rok 2026 bude opět úspěšným pro těžáře plynu s cenami nad 3,5 až 4 USD za MMBtu. Poptávková stránka zůstává pro tyto firmy příznivá, hlavně z důvodů postupného navyšování LNG exportu v klíčových zemích. **Potřeba elektřiny v datových centrech zároveň zvyšuje tlak na využívání např. i plynových elektráren** (hlavně v USA). Klíčovým faktorem také zůstává stabilní nabídka plynu – těžářské firmy aktuálně neplánují navyšovat těžbu významným způsobem.

Očekávaná globální poptávka po LNG (milionů tun p. a.)



Zdroj: Shell LNG Outlook 2025, CYRRUS

V oblasti LNG exportu očekáváme postupný začátek **snížování ziskových marží velkých exportních firem**, které začnou čelit konkurenci a narůstajícímu objemu. K lukrativnímu způsobu zpeněžení zemního plynu se v poslední době přidalo mnoho hráčů (např. Shell, Chevron, Exxon, Total, a QatarEnergy). Jejich přehnané úsilí v tomto směru eventuálně povede ke ztrátě této atraktivnosti v následujících letech. Optimistický management některých firem sice predikuje nahrazení **slabší poptávky z EU rostoucí potřebou LNG v Asii**. Nicméně, riziko, že se další silný ekonomický růst v Číně a jejím okolí nematerializuje, stále zůstává významné.

Atraktivní sázky

Pokud má mít energetika v portfoliu roli stabilního pilíře, **Exxon Mobil** je typicky jednou z nejlogičtějších voleb. Jde o vertikálně integrovaného giganta, který stojí na několika zdrojích ziskovosti: vedle samotné těžby má operace v rafinaci, petrochemii i silné obchodní aktivity. Díky tomu není jeho výsledek v jednotlivých kvartálech tak „jednorozměrně“ navázaný na cenu ropy, a společnost obvykle lépe zvládá i slabší část cyklu.

Investiční teze je zde méně o jedné konkrétní sázce a více o **dlouhodobé disciplíně: kvalitní aktiva, rozsah, efektivní kapitálové výdaje a schopnost vracet hotovost akcionářům** (dividenda, zpětné odkupy). **Exxon** proto vnímáme jako systémově důležitého hráče, který je vhodný pro investora hledajícího expozici na sektor, ale s relativně vyváženým rizikovým profilem.

A pokud už máte takový „core“ titul jako základ, **dává smysl doplnit jej o dynamičtější část energetiky, která umí na růstu cen ropy vydělat výrazněji**, ale zároveň je citlivější na cyklus i firemní rozhodnutí. **Occidental Petroleum** a **Permian Resources** představují přesně ten typ doplňku: **vyšší páka na cenu ropy, vyšší kolísání** a větší závislost na tom, jak dobře management načasuje investice, akvizice a práci s dluhem.

U **Occidental** je klíčové, že investiční příběh často stojí na kombinaci **růstu produkce a postupného snižování zadlužení**, které se v prostředí vyšších cen ropy může snižovat a následně otevřít prostor pro výraznější návratnost akcionářům. Zároveň platí, že agresivnější M&A nebo nepříznivý vývoj ceny ropy může tento „plán“ zpomalit, proto je zde důležité průběžně **hlídat kapitálové priority a finanční disciplínu**. **Permian Resources** je zase koncentrovanější sázka na Permian Basin: **jednoduchá geografická logika, důraz na efektivitu, akviziční růst**. Jde o atraktivní kombinaci růstu a výplat investorům, pokud to cyklus dovolí.

Oba tituly proto doporučujeme jako odvážnější, satelitní pozice vedle stabilnějšího Exxonu: potenciál je vyšší, ale i rozptyl výsledků. Větší část příběhu je totiž přímo navázaná na cenu ropy a konkrétní kroky vedení.

Vzácné kovy: zlatá horečka

Po historickém růstu v loňském roce se vzácné kovy nacházejí na poměrně vysokých cenách. Ty vynahradily trpělivým investorům dlouhé roky nižších výnosů a hravě dohnaly i zhodnocení indexu S&P 500 za posledních několik let. Za růstem stojí kombinace poměrně zásadních faktorů – počínaje nejistotou ve fiskální politice a geopolitické situaci, přes slábnoucí dolar, klesající úrokové sazby a pokračující inflaci, až po obnovení zájmu centrálních bank o zlato v poměrně velkém stylu.

Výhled sektoru

Na koš vzácných kovů nahlížíme v následujícím roce s mírným optimismem navzdory vyšší volatilitě. Fundamenty za růstem vzácných kovů stále v jisté míře drží, např. zájem o zlato ze strany centrálních bank se očekává i v roce 2026. Na druhé straně již loňský rok končily vzácné kovy s obzvláště silným pozitivním sentimentem a jeho eventuelní opadnutí vidíme jako potenciální riziko.

Případný růstový potenciál tak bude doprovázen vyšší volatilitou, kterou jsme si mohli vychutnat již v prosinci. V pozadí volatility lze předpokládat i občasný profit-taking od výdělečných investorů do kovů, pro které v případě slabosti na akcích bude realokace představovat poměrně jednoduché rozhodnutí – obzvláště v prostředí dále se snižujících úrokových sazeb.

Atraktivní sázky

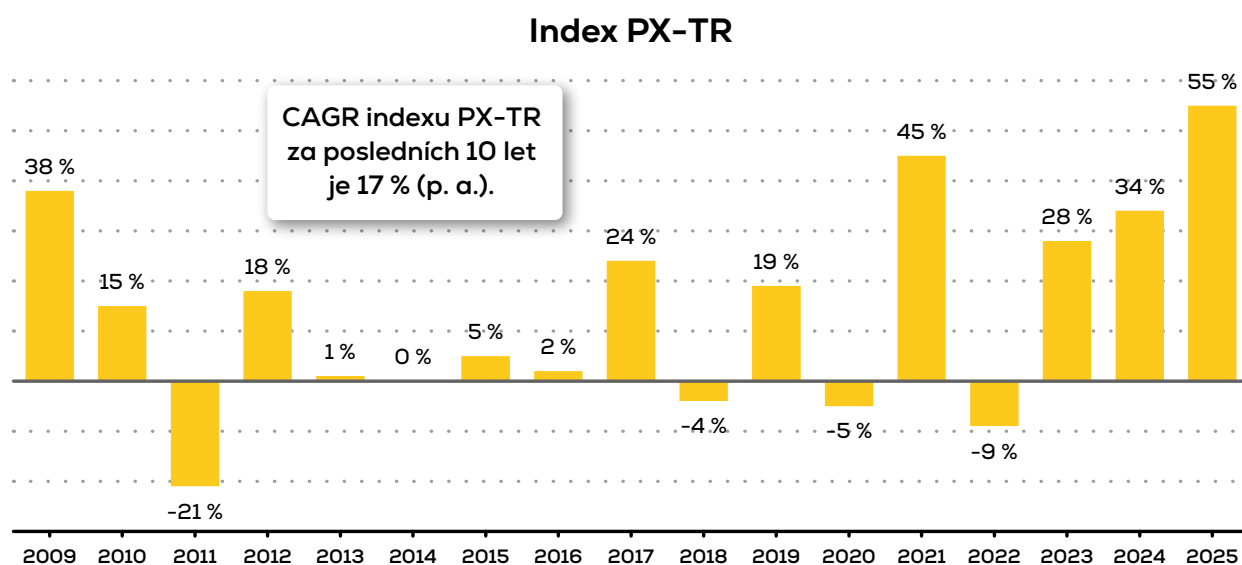
Pokud chce investor k tématu kovů přistoupit defenzivněji než přímou expozicí na samotné komodity, dává smysl uvažovat o velkých, diverzifikovaných těžářích. Díky širšímu mixu komodit a aktiv obvykle lépe tlumí výkyvy jednotlivých trhů, protože slabší období u jedné komodity může vyvažovat lepší výkonnost jiné. V prostředí zvýšené volatility a občasného profit-takingu po silném sentimentu tak mohou představovat „stabilnější“ způsob, jak mít na kovech expozici.

Z tohoto pohledu vychází nejlépe Rio Tinto a BHP Group jako typičtí představitelé diversified mining segmentu. Obě společnosti nabízejí široký průřez komoditním cyklem, opírají se o rozsah a kvalitu portfolia a pro investora často fungují spíše jako nosná, odolnější expozice než čistá spekulace na jeden kov. Jako doplněk k této „páteři“ lze uvažovat Freeport-McMoRan, který je užší, ale přináší přímější expozici na měď, tedy kov s dlouhodobou podporou strukturálních trendů typu elektrifikace a investic do infrastruktury.

Je však potřeba počítat s tím, že defenzivní vlastnost je zde relativní: i velcí těžaři zůstávají cykličtí a citliví na globální růst, USD a komoditní cyklus. Právě diverzifikace a kvalita aktiv ale mohou pomoci, aby expozice na kovy byla lépe „stravitelná“ i v období vyšších výkyvů.

Pražská burza v roce 2025 opět vítězem, co ji čeká v roce 2026?

Pražská burza má za sebou další mimořádně úspěšný rok. Hlavní akciový index **PX** si v roce 2025 připsal **meziroční růst o 47 %** (resp. 55 % včetně dividend), což výkonnost českých akcií řadí mezi absolutní špičku nejen v Evropě, **ale i v celosvětovém měřítku**. Tento kurzový vzestup byl podpořen nejvyšším objemem obchodů od roku 2012 a dvěma IPO společností Doosan Škoda Power a M2C. Dlouhodobou atraktivitu trhu potvrzuje i průměrný celková návratnost (total return) indexu **PX za posledních deset let, která činí 17 % p. a.** Naopak určitou nejistotu vnášela na trh politická debata kolem společnosti ČEZ.



Zdroj: Burza cenných papírů Praha [odkaz](#), CYRRUS

jejíž akcie však i navzdory žalobám minoritních akcionářů posílily za celý rok 2025 o 35 %. Hlavní otázkou do roku 2026 zůstává, zda může český kapitálový trh nadále dosahovat dvouciferné výkonnosti.

Český kapitálový trh je díky své koncentraci do odvětví financí a energetiky silně navázán na českou ekonomiku. Té by se mělo **v roce 2026 relativně dobře dařit**. Potlačené inflační tlaky by se dle ČNB měly pohybovat na úrovni 2,2 % a růst reálného HDP by měl dosáhnout 2,4 %. **Hlavním motorem bude růst reálných mezd, který podpoří spotřebu domácností.**

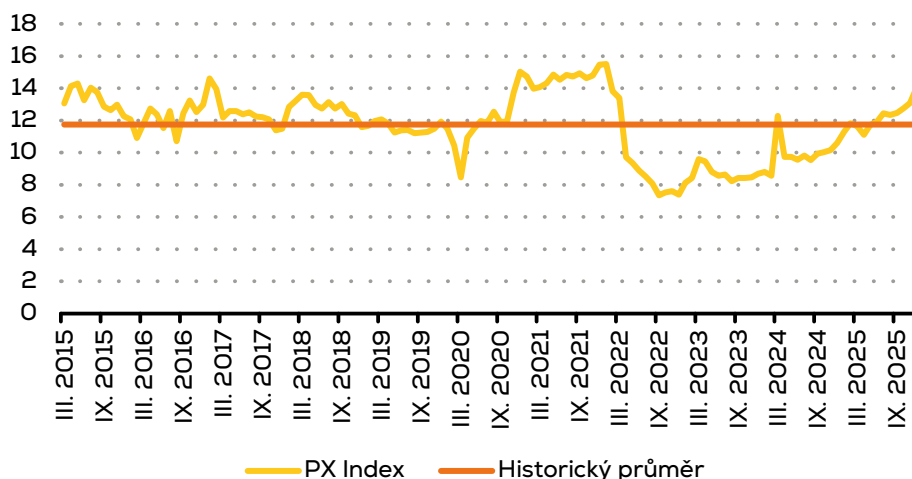
Stabilizace úrokových sazeb v blízkosti 3,5 % by měla oživit úvěrový trh a firemní investice. Celkovou poptávku bude stimulovat i expanzivní fiskální politika státu, byť za cenu navyšování státního dluhu. **Ten by měl do roku 2027 dosáhnout 45 % HDP**, což však Česko stále řadí mezi rozpočtově odpovědnější země Evropy. Právě relativně nízké zadlužení v porovnání s Francií či Německem a politická nestabilita těchto zemí mohou nadále podpořit přítok zahraničního kapitálu na český trh.

Navzdory ekonomickému zdraví však jako nejpravděpodobnější scénář pro index **PX v roce 2026 vidíme jeho stagnaci**. Hlavním důvodem pro očekávané zpomalení je výrazný růst cen akcií v posledních letech,

který nebyl plně podložen zlepšením ziskovosti firem. **Zatímco hodnota indexu PX se za poslední 3 roky zvýšila o 123 %, ziskovost indexu vzrostla pouze o 18 %** dle dat Bloomberg. Ocenění akcií se tak nachází na zcela jiných úrovních než v roce 2022, kdy byla pražská burza fundamentálně velmi levná.

Současné valuace předních domácích titulů již dle našeho názoru **převyšují reálnou hodnotu firem** a odrážejí spíše růst celkového investovaného kapitálu na stále poměrně mělkém českém trhu. Finanční síla domácího kapitálu se projevila v roce 2025 opakovaně, kdy investoři dokázali velmi **rychle zvrátit téměř jakýkoliv krátkodobý pokles předních akcií**.

P/E poměr indexu PX



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Velkým otazníkem zůstává očekávaný vstup společnosti CSG na burzu. Ačkoliv vedení firmy k začátku ledna IPO ještě oficiálně nepotvrdilo, důvěrné zdroje o něm již delší dobu hovoří. Dle zdrojů by mělo dojít k duálnímu úpisu akcií v Amsterdamu a Praze, tržní hodnota CSG by mohla dosáhnout 35–50 miliard EUR.

Tím by překonala i současnou největší emisi na pražské burze, energetickou skupinu ČEZ. Masivní přesun kapitálu investorů do tohoto nového titulu by mohl vyvolat krátkodobý tlak na pokles cen ostatních akcií, zejména tam, kde panuje nejistota ohledně budoucího vývoje. Z dlouhodobého hlediska by však takto významné IPO mohlo přilákat na český trh nový kapitál, což by prospělo celé burze.

I když kvůli zvýšeným valuacím firem nepovažujeme růst indexu PX v roce 2026 za pravděpodobný, existuje několik faktorů, které mohou trh pozitivně překvapit. **Objem investic ze strany drobných investorů neustále roste**, což potvrzuje každoročně se zvyšující počet akcionářů jednotlivých firem. Český retailový investor je stále finančně silný a **v ekonomice leží vysoké objemy úspor**, které jsou dosud alokovány pouze na běžných či spořicíh účtech. Akciový trh může podpořit také silná ekonomika, která se propíše do dobrých provozních výsledků finančních institucí.

V našem očekávání však **převládají obavy z vysokého nacenění jednotlivých firem**, které bude brzdit růst trhu v roce 2026. Byť se český trh nadále pyšní dobrým dividendovým výnosem, který může sekundovat omezenému kurzovému vzestupu akcií, tak právě přední dividendové akcie jako Moneta, Komerční banka či VIG již v současnosti dosahují nadprůměrných valuací vůči blízké konkurenci v Evropě. Růstové příležitosti tak vidíme spíše u menších firem.

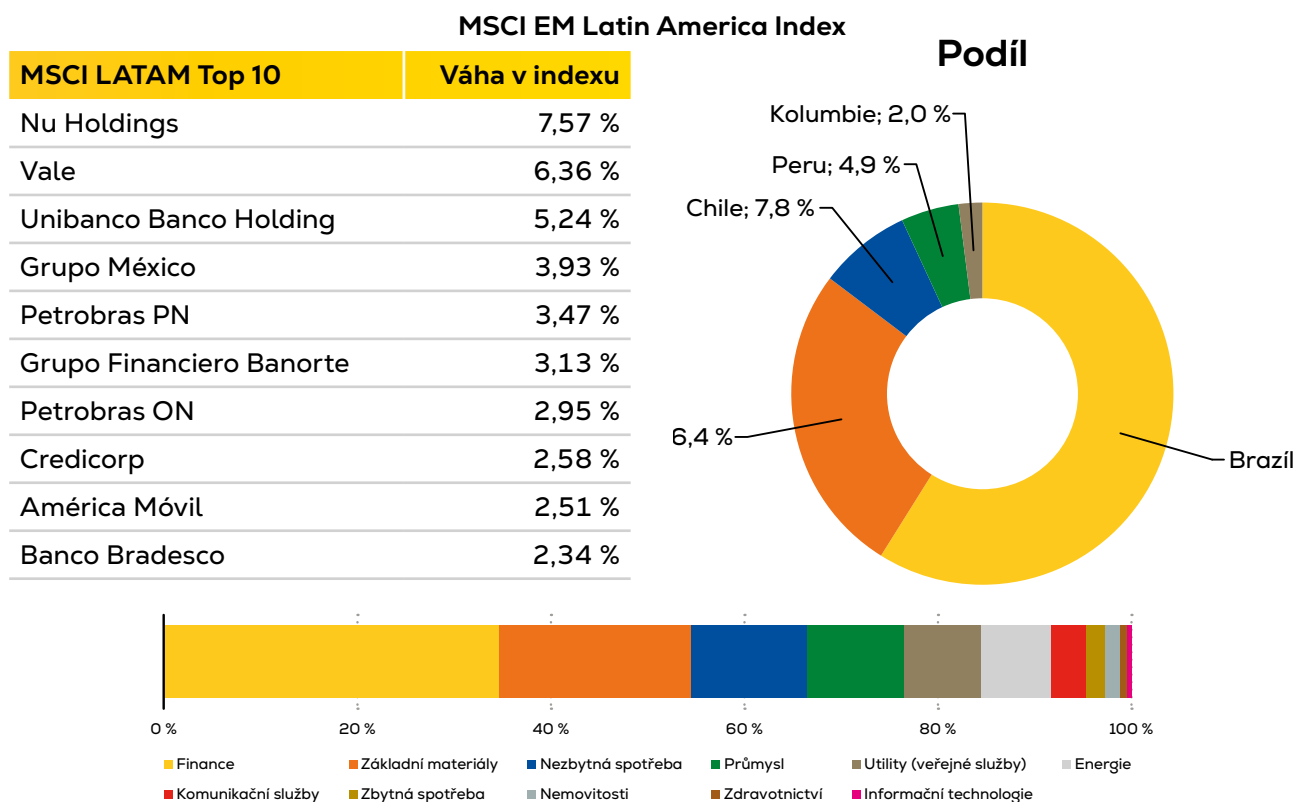
Zajímavou volbou zůstávají akcie **Karo Leather**, kterým by plánovaný přesun na hlavní trh Prime na začátku roku mohl zajistit výrazně vyšší likviditu. Investičně přitažlivým titulem je i nadále **M2C** a pozitivní výsledky mohou podpořit také akcie **Mmcité**.

Latinská Amerika: možnost geografické diverzifikace?

Investiční rok 2025 byl pro mnoho investorů stejně tak úspěšný, jako byl nejistý. V tomto kontextu se logicky nabízí otázka, zda nedává smysl posílit geografickou diverzifikaci portfolia mimo Spojené státy. Jednou z možných odpovědí je region, který investorská veřejnost často nechává stranou – **Latinská Amerika**.

Důvodů, proč je Latinská Amerika dlouhodobě přehlížená, je hned několik. Historicky si státy jako Brazílie, Argentina nebo Mexiko nesou reputaci prostředí s **vysokou korupcí, hlubokými schodky vládních rozpočtů, volatilními měnami a dlouhodobě zvýšenou inflací**. Tyto faktory vytvářejí podnikatelské klima, které řadu mezinárodních společností spíše odrazuje. Právě v tom ale **paradoxně leží i část investiční příležitosti**. V náročném prostředí totiž mohou vzniknout a úspěšně fungovat kvalitní domácí firmy, které jsou schopny se adaptovat a vybudovat silnou pozici na trhu.

Naše motivace pro vstup do regionu je prostá: v Latinské Americe **operují mimořádně kvalitní společnosti**, které i ve specifických místních podmínkách dlouhodobě přináší **skvělé provozní výsledky**. Příkladem mohou být e-commerce gigant MercadoLibre, digitální banka NuBank, energetický Petrobras či spousta menších a přehlížených společností. Místní indexy byly dlouho volatilní **vlivem vysoké expozice vůči komoditním či energetickým společnostem**. V současné době však dynamicky roste význam firem spojených s digitalizací, financemi a technologiemi, což zlepšuje průměrné marže v indexu a zvyšuje přidanou hodnotu firem.



Zdroj: MSCI, CYRRUS

Kromě kvality firem ale vnímáme příležitost i v tom, že se **makroekonomický obraz velké části regionu postupně zlepšuje**. Celý region Latinské Ameriky by měl v roce 2026 zaznamenat růst HDP o 2,4 %, tedy nad rychlostí růstu EU a zhruba na úrovni USA, a to zejména díky rostoucímu využití digitalizace. Brazílii, klíčové zemi regionu, která se dlouhodobě potýká s vyšší inflací, **se letos podařilo dostat růst cen pod kontrolu** díky razantnímu a obezřetnému přístupu centrální banky. Úrokové sazby se vyšplhaly až na 15 %, což srazilo meziroční inflaci k 4,5 % v prosinci 2025. Vysoké úrokové sazby nefungují pouze jako nástroj proti inflaci, ale stabilizují i měnový kurz brazilského realu vůči americkému dolaru, což je důležitý faktor pro zahraniční investory.

Vzhledem k pozitivnímu vývoji inflace trh nyní očekává, že centrální banka přistoupí ke snižování sazeb, které by v roce 2026 měly klesnout minimálně k úrovni 13,5 %. Takový krok by měl **působit jako růstový katalyzátor celé ekonomiky**, z čehož by měly těžit především finančně a spotřebitelsky zaměřené společnosti v regionu.

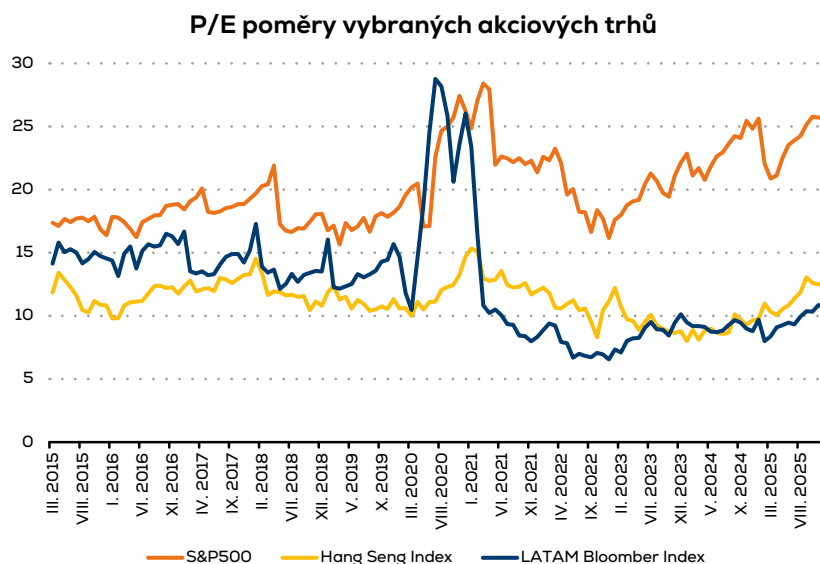
Pokles úrokových sazeb může spustit ještě jeden efekt, který investoři často podceňují. Místní domácnosti i firmy drží **velké objemy úspor v domácích dluhopisech**. Pokud by jejich výnosy začaly klesat, část tohoto kapitálu bude **hledat výnosnější alternativu**, přičemž přirozeným cílem jsou akciové trhy. S reálnými úrokovými sazbami převyšujícími 10 % patří Brazílie mezi země, které jsou na tuto vnitřní realokaci kapitálu připraveny lépe než většina vyspělého světa.

Klíčovou proměnnou celé investiční teze zůstává lokální politický vývoj, jemuž budou dominovat prezidentské volby v Brazílii v říjnu 2026. Zatímco pokračování současné levicové vlády by trhy vnímaly s obavami z další fiskální expanze, vítězství pravicové opozice by mělo znamenat větší rozpočtovou odpovědnost a podporu podnikání.

Tento optimističtější scénář koresponduje s širším trendem napříč Latinskou Amerikou, kde se voliči v posledních letech začínají přiklánět k více tržním principům. Příkladem je úspěšná šoková terapie Javieru Mileie v Argentině či nedávné volební výsledky v Chile a Bolívii. **Celková změna politického klimatu tak i přes přetrvávající rizika nabízí pro rok 2026 mnohem konstruktivnější investiční výhled.**

Mezi další pozitivní faktor můžeme zařadit vysoké očekávání růstu ziskovosti firem právě v oblasti LATAM. Analytické očekávání na růst ziskovosti společností z indexu Bloomberg **LATAM je 14 % v roce 2026 a 11 % v roce 2027**. Růst valuačních ukazatelů přitom v posledních 3 letech relativně zaostává nejen za americkým indexem S&P 500, ale také za indexem PX či čínským Hang Seng Index.

Valuace indexu se stále nachází **více než 25 % pod průměrem z minulé dekády**, což vzhledem k rostoucí ziskovosti firem považujeme za atraktivní příležitost. A to zejména v době, kdy přední světové indexy dosahují prémiových ocenění a investoři mohou začít cítit potřebu diverzifikace portfolia.



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Byť vnímáme celý region jako dobrou investiční příležitost do roku 2026, stále se **jedná o investici s množstvím specifických rizik**. Většina akcií z regionu je silně ovlivňována makroekonomickou situací. Pokud by se tedy vývoj inflace, měnových párů či úrokových sazeb ubral negativním směrem, mohou na to i samotné akcie reagovat poklesem.

Velkým rizikem je navíc již **zmíněný politický cyklus**, který je navíc v posledních týdnech podpořen geopolitickým tlakem mezi USA a Venezuelou. Otazníkem je také dopad obchodních omezení ze strany USA na ekonomiku Mexika, která z partnerství dlouhodobě těžila. I navzdory těmto rizikům však vnímáme celý geografický sektor Latinské Ameriky jako **podhodnocený a investorsky atraktivní**.

Výhrada (disclaimer)

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a. s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a. s. a Frankfurt Stock Exchange (FWB) – Deutsche Börse. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoliv finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami. Nic vám neskrýváme. Jsme CYRRUS.

