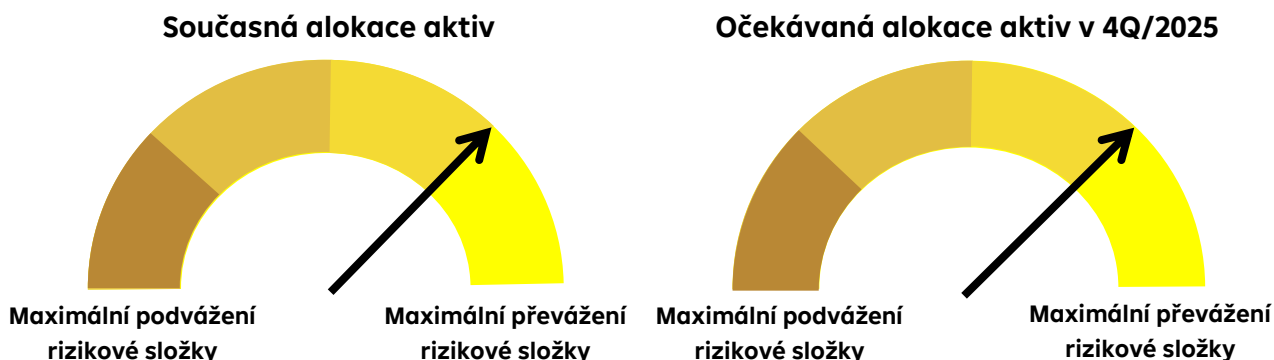




Zdroj: Raiffeisenbank a.s., útvar Asset Management, údaje k 10. 10. 2025

Vážená klientko, vážený kliente,

světové akciové trhy měřené indexem MSCI AC World vzrostly ve třetím čtvrtletí o 7,3 %. Dařilo se rozvíjejícím se trhům s růstem o 10,1 % a japonským akciím (Nikkei 225 přidal 12,6 %). Americké akcie rostly o 7,8 %, evropské akcie posílily pouze o 3,1 %. Investice v zahraniční měně pro korunového investora (naopak proti roku 2024) vykázaly horší výsledky vlivem oslabení dolaru vůči CZK o cca 1 % ve třetím čtvrtletí. Index českých státních dluhopisů se splatností 3-5 let vynesl v třetím čtvrtletí 0,3 %, obdobný index státních dluhopisů v EUR se zhodnotily o 0,2 %. Index amerických Treasury splatných za 3-5 let rostl o 1,2 % díky obnovenému cyklu snižování sazeb v USA.

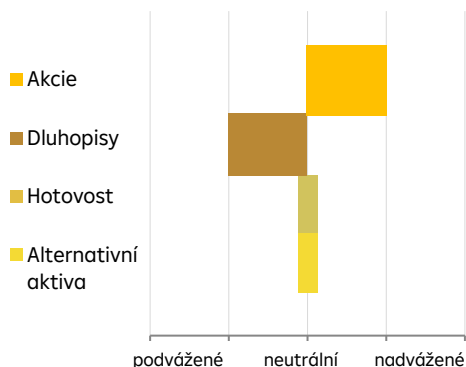
Ekonomika v České republice si v první polovině roku vedla relativně dobře, když HDP vzrostl o 0,7 % v prvním čtvrtletí a o 0,5 % ve druhém. Hlavním tahounem růstu byly výdaje domácností na spotřebu. Maloobchodní tržby za celý rok 2025 se pravděpodobně zvýší meziročně o více než 4 % (zdroj: Raiffeisen Research, RR). Maloobchodu by se mohlo dařit i lépe, nicméně míra úspor zůstává historicky nadprůměrná a domácnosti si tvoří finanční polštář na horší časy. Hlavními riziky dle ČNB jsou pro ČR vysoká jádrová inflace a napjatý trh práce s rychlým růstem mezd. Tyto faktory mohou dále tlačit ceny vzhůru. Dalšími významnými riziky jsou ceny nemovitostí a fiskální impulzy v povolebním období, jež mohou zvýšit veřejné výdaje, a dopady emisních povolenek, které mohou ovlivnit náklady firem. Největším dlouhodobým rizikem je přetrvávající deficit sektoru vládních institucí, který může ohrozit fiskální stabilitu. Naopak za protiinflační faktor je považován silnější kurz koruny, který je však dle ČNB mírně nadhodnocený, což omezuje jeho účinnost. Dle zápisu ze zasedání ČNB ze září 2025, silný kurz poskytuje dostatečnou restrikcí proti inflačním tlakům. Příští pohyb úrokových sazeb může být oběma směry, přičemž zvýšení sazeb zatím není na pořadu dne. Za celý rok pak očekáváme růst našeho hospodářství ve výši 2,2 %. (zdroj: RR), což je dostatečné k udržení stability a růstu. Evropská ekonomika je ovlivněna americkou obchodní politikou, která omezuje možnosti růstu, a Německo čelí poklesu průmyslové výroby, zejména v důsledku obav z nedostatečných fiskálních stimulů a konkurence v segmentu elektromobilů. Výhled je nejistý, s riziky spojenými s obchodní politikou, inflací a strukturálními problémy na trhu práce, které mohou ovlivnit dlouhodobou stabilitu a růstové možnosti jak v ČR, tak v širším evropském kontextu. Trh práce v USA se mění. Americká centrální banka (FED) obnovila snižování sazeb, přičemž očekává další pokles úroků do konce roku, což odráží zpomalování růstu zaměstnanosti a mírně vyšší míru nezaměstnanosti, která však zatím nepředstavuje vážnější problém. Inflace v USA je na vzestupné trajektorii a v následujících letech se očekává kolem 3 %, což může být důsledkem růstu nákladů firem, které se budou promítat do cen pro spotřebitele. Americká centrální banka ve své poslední prognóze zvýšila odhady ekonomického růstu a inflace, snížila odhad nezaměstnanosti a úrokových sazeb v USA. Akciové trhy reagovaly pozitivně na tento prorůstový makroekonomický výhled.

Naše taktická investiční strategie zůstává nadvážená v rizikových aktivech. FED po devíti měsících na svém zářiovém zasedání obnovil cyklus snižování sazeb, který dle zástupců FEDu může skončit na sazbách o cca 1,25 % nižších v dalších letech (tedy poblíž 3 % úrovně), což dále podpoří firemní zisky a americkou ekonomiku. Proto i nadále takticky preferujeme akcie nad dluhopisy. Vyšší státní zadlužení je rizikem pro růst výnosů delších dluhopisů nejen v USA, případně neklesající inflaci. Výnosy vybraných dluhopisů vnímáme jako atraktivní s tím, že zastoupení dluhopisů v portfoliích rozkládá riziko možné korekce trhů akciových. Duraci dluhopisů udržujeme na neutrální úrovni vůči benchmarkům. Regionální nastavení akciové složky ponecháváme přibližně vyvážené se zastoupením regionů podle tržní kapitalizace. Ze sektorových témat se potvrzuje pozitivní vliv umělé inteligence (AI), jako klíčové technologie pro další růst ekonomik. Ze sektoru AI tak nadále vybíráme a držíme akcie ve spravovaných portfoliích. I nadále držíme společnosti reprezentující evropský obranný sektor, dividendové akcie, průmyslový a finanční sektor. V portfoliích máme zastoupené cenné papíry od nejlepších světových firem, jejichž obchodní modely prošly mnoha zatěžkávacími zkouškami i v předchozích ekonomických cyklech.

Při správě portfolií dodržujeme zásady optimálního portfolia a diverzifikace. Jsme přesvědčeni, že pečlivý výběr investičních instrumentů a dlouhodobě prověřená investiční strategie nám pomáhá čelit tržním korekcím a zajistit stabilitu a dlouhodobý růst portfolií našich klientů. Děkujeme, že jste s námi a těšíme se na další spolupráci!

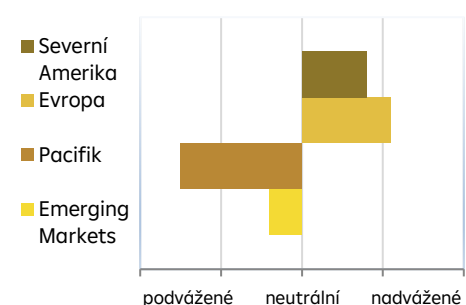
Miroslav Paděra, CFA, Head of Asset Management

Taktická alokace aktiv – třídy aktiv



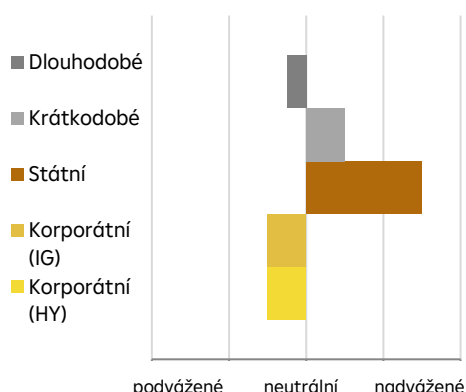
V minulém období jsme neměnili poměry rizikových a bezrizikových tříd aktiv. Nedávná maxima dosažená na akciových trzích potvrdila, že tento přístup byl správný. Probíhající cyklus snižování úrokových sazeb a boom umělé inteligence bude podporovat očekávaný růst akciových indexů. Růst cen akcií je v souladu s růstem firemních zisků, přičemž obavy z recese ustupují do pozadí. Investoři tak mohou očekávat pokračující pozitivní sentiment, který bude pohánět poptávku po akciích. Přesto je důležité sledovat makroekonomické ukazatele, obchodní politiku, geopolitické dění, aby bylo možné včas reagovat na případné změny na trhu.

Taktická alokace aktiv – akciové regiony



V regionální alokaci aktiv jsme nedělali výraznějších změn a držíme se blízko benchmarku. Díky pohybům trhů jsme mírně převáženi v USA a Evropě a podváženi v Pacifiku a rozvíjejících se trzích. Naše expozice do amerických akciových trhů reprezentuje přibližně 66 % rizikové části portfolií. Na evropských akciových trzích držíme zastoupení cca 15 %. V Pacifiku včetně Japonska máme 6 % a v rozvíjejících se trzích držíme přibližně 13 %. Jsme převáženi v technologickém, průmyslovém a finančním sektoru a také máme expozici do dividendových akcií a akcií evropského obranného průmyslu.

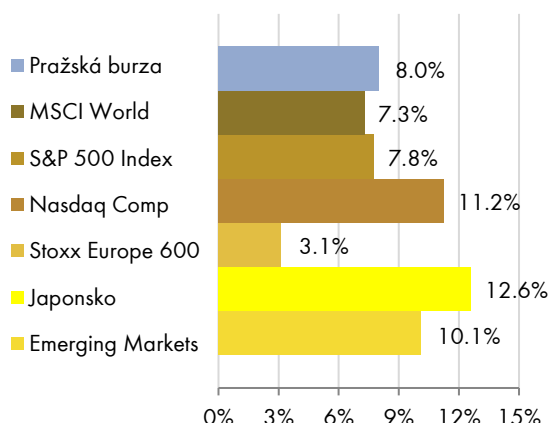
Taktická alokace aktiv – dluhopisy



FED snížil v září základní úrokové sazby do pásma 4,25–4,50 %. Zhoršující se ukazatele pracovního trhu byly mezi hlavními argumenty, proč došlo k tomuto kroku. Toto snížení pravděpodobně nebylo letos poslední, převažuje očekávání, že letos dojde k dalším dvěma snížením, pokaždé o čtvrt procenta. Evropská centrální banka naopak sazby ponechala nezměněny na dvou procentech a změna se nečeká ani v závěru roku. Totéž lze říct i o ČNB, která sazby také neměnila a do konce roku se to nečeká. V souladu s očekávaným i skutečným vývojem sazeb se vyvíjely také dluhopisové trhy, kde největší růsty byly na USD dluhopisech - index Bloomberg U.S. Treasury 3-5 Y vzrostl za čtvrtletí o 1,2 %. U korunových a EUR dluhopisových indexů byly pohyby menší. Těžiště investic do dluhových papírů bylo opět v bezpečných státních dluhopisech. Pokud se objevily, kupovali jsme i zajímavé korporátní papíry.

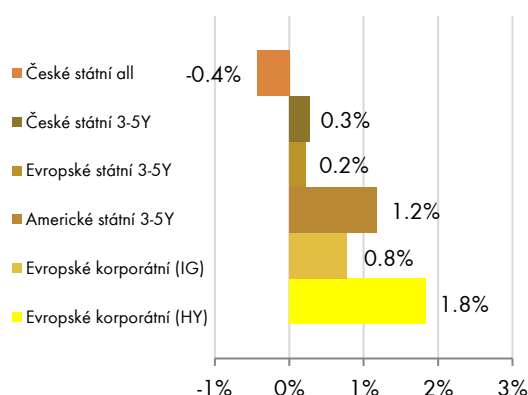
Zdroj dat v grafech: Raiffeisenbank a.s., útvar Asset Management, údaje k 10. 10. 2025

Ekonomická situace a vývoj na trzích v 3Q/2025



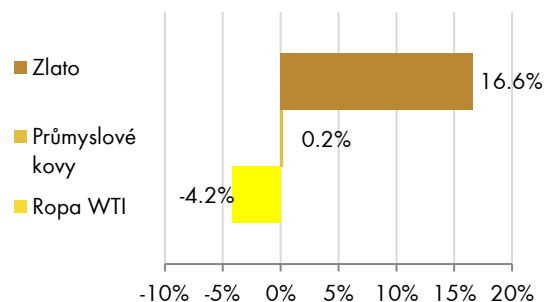
Akcie

Akiové trhy se v průběhu třetího kvartálu vezly na euforické vlně. Globální akciový index MSCI připsal 7,3 %. Široký americký akciový index S&P 500 posílil za tři měsíce o 7,8 %. Očekávání ohledně AI a jejího vlivu na ziskovost firem pomáhaly americkému technologickému indexu Nasdaq v růstu o 11,2 %. Relativně méně se vedlo evropskému indexu Stoxx Europe 600, který posílil o 3,1 %. Dařilo se ale akciím rozvíjejících se trhů, které posílily o 10,1 %. Akcie na pražské burze si vedly rovněž velmi dobře, když rostly o 8,0 %.



Dluhopisy

Dluhopisy v rámci sledovaného období stagnovaly, na trzích byla cítit zvýšená nervozita, která se prolévala do větší volatility. Situace byla způsobena zejména obavami z budoucí inflace a fiskálních deficitů. České státní dluhopisy se splatností 3-5 let rostly o 0,3 %, evropské státní dluhopisy s obdobnou splatností rostly o 0,2 %. Relativně dobře si vedly americké státní dluhopisy se splatností 3-5 let, jejichž index posílil o 1,2 %. Index evropských rizikových dluhopisů pak zaznamenal nejvyšší růst o 1,8 %.



Komodity

Z komoditních trhů je z našeho pohledu důležité sledovat zlato. Cenný kov je ve výrazném růstovém trendu, když jen v průběhu 3. kvartálu posílil o 16,6 %. Zlato je taženo zvýšenou poptávkou z důvodu obav o fiskální deficity, rostoucí inflaci a geopolitickou situaci. Opačný trend vidíme na straně ropy, kde zvyšující se těžba ze strany OPEC poslala ropu o 4,2 % dolů. Index průmyslových kovů byl téměř bez změny, posílil o 0,2 %.

	30/06/25	30/09/25
EUR/CZK	24,73	24,32
USD/CZK	20,98	20,73
EUR/USD	1,1787	1,1734

Měny

Na měnových trzích se relativně dobře dařilo koruně, která posílila vůči euru o 1,6 %. Posilovala rovněž vůči dolaru a to o 1,2 %. Analogicky dolar si vůči euru připsal 0,5 %.

Zdroj dat v grafech: Bloomberg. Výkonnost jednotlivých aktiv je měřena v primární měně daného instrumentu od 30. 6. 2025 do 30. 9. 2025. Procentuální hodnoty v grafech jsou zaokrouhleny na jedno desetinné místo. Tabulka měn zobrazuje kurzy k popisovanému datu.

Výhled na další období

Americký akciový index S&P 500 během třetího čtvrtletí posílil o 7,8 % a diverzifikovanější MSCI AC World vzrostl o 7,3 %. Volatilita akciových trhů, měřena indexem VIX, se během druhého čtvrtletí držela pod svým dlouhodobým průměrem, což naznačuje uklidnění akciových trhů a jejich další možný růst. Akciové trhy byly pozitivně ovlivněny snížením základní úrokové sazby FED ze 4,5 % p. a. na 4,25 % p. a., dobrými hospodářskými výsledky firem za druhé čtvrtletí a zlepšenými odhady jejich výsledků na další období. Také výhled na ekonomiku USA se zlepšil, když FED zvýšil odhad meziročního růstu HDP o 0,2 % r/r pro letošní i příští rok na 1,6 % a 1,8 % a zároveň snížil odhad na vývoj úrokových sazeb, což akciovým trhům prospívá.

Trh očekává, že by FED mohl snížit úrokovou sazbu o 0,5 % (zdroj: Bloomberg) na 3,75 % do konce roku 2025. Ke snižování úrokové sazby FEDu by mělo dojít, protože se zhoršuje trh práce v USA. Problémem pro snížení sazeb ale mohou být cla, která mohou ještě zvýšit inflaci.

ECB uchovává depozitní sazbu na 2,0 % p. a. Pravděpodobně ji do konce letošního roku již nesníží. ČNB má nastavenou repo sazbu na 3,50 % p. a. a její další snížení do konce tohoto roku je málo pravděpodobné. Naopak se již spekuluje, že by ČNB mohla sazby v budoucnu (v roce 2027) i zvyšovat, ale bude i záležet na novém složení vlády a na její ochotě utrácet nebo na schopnosti omezit cenu povolenek ETS2, případně vyjednat jejich zrušení.

Výnos desetiletého státního dluhopisu Německa se během posledních měsíců pohybuje kolem 2,7 % p. a. Obdobný český státní dluhopis se obchoduje s výnosem cca 4,5 % p. a., když ceny českých státních dluhopisů během srpna a září poklesly v důsledku obav z vyšší inflace (např. kvůli růstu mezd, zavedení povolenek na plyn a benzín od roku 2027) v budoucích letech. Také ČNB signalizovala, že úrokové sazby už letos nemusí poklesnout. Výhled na další vývoj výnosů českých státních dluhopisů je méně jistý i v důsledku budoucí nové vlády zřejmě s vyššími rozpočtovými požadavky.

Důležité budou i hospodářské výsledky amerických a evropských firem za třetí čtvrtletí tohoto roku, které se začnou zveřejňovat v následujících dnech a mohou napovědět, zda odhady na další čtvrtletí jsou realistické. Analytici během září zvýšili odhady na růst agregovaných zisků a tržeb firem z indexu S&P 500 na letošní rok i příští rok. Nově odhadují 10,9 % agregovaný nárůst zisků a 6,1 % nárůst tržeb firem z indexu S&P 500 na rok 2025 (zdroj: FactSet, 3.10.2025). Na příští rok dokonce čekají nárůst zisků o 13,8 % a tržeb o 6,6 %. Růst zisků a očekávaný cyklus snižování úrokových sazeb by mohl akciové trhy podpořit i v následujících měsících.

Index S&P 500 se obchoduje s P/E cca 22,8; což je více než je pětiletý průměr 19,9 a více než je desetiletý průměr 18,6 (zdroj: FactSet, 5.10.2025).

Mezi rizika pro další vývoj akciových trhů patří možné zvýšení inflace a růst zadlužení, které by mohlo oslabit budoucí ekonomický růst. Dalším rizikem může být uzavření vládních institucí USA („government shutdown“) po delší dobu.

Výhled Raiffeisenbank a.s., útvaru Asset Management, na jednotlivé třídy aktiv v 4Q/2025:

AKCIE	DLUHOPISY	HOTOVOST	ALTERNATIVY
USA	Dluhopisy < 3Y	Cash, Termínované vklady, Spořicí účty	Energie, ropa
Technology, Finance, Industrials, Defence, segment dividendových akcií	Dluhopisy > 3Y		Nemovitosti
	Kredit		

LEGENDA:

POZITIVNÍ OČEKÁVÁNÍ

NEUTRÁLNÍ OČEKÁVÁNÍ

NEGATIVNÍ OČEKÁVÁNÍ

Upozornění

Všechny názory, informace a jakékoliv ostatní údaje obsažené v tomto dokumentu jsou pouze informativní, nezávazné a představují názor Raiffeisenbank a.s. („RB“). Informace a údaje související s vývojem na kapitálových trzích uvedené v souvislosti s poskytováním služby obhospodařování majetku klienta (tj. Asset Management) v tomto dokumentu vycházejí z veřejně dostupných zdrojů a z informací či údajů zveřejněnými informačními agenturami typu Reuters, Bloomberg, FactSet apod. Tento dokument nepředstavuje nabídku nákupu nebo prodeje jakéhokoli finančního aktiva nebo jiného finančního instrumentu. Před učiněním jakéhokoli investičního rozhodnutí je na zodpovědnosti každého investora obstarat si podrobné informace o zamýšlené investici nebo obchodu. RB nenese žádnou odpovědnost za jakékoliv škody nebo ušlý zisk způsobené jakýmkoliv třetím osobám použitím informací a údajů obsažených v tomto dokumentu. RB upozorňuje, že poskytování investiční služby obhospodařování majetku klienta (tj. Asset Management) je spojeno s řadou rizikových faktorů, které mohou mít vliv na výnosnost nebo ztrátovost investice. Investice nejsou bankovním vkladem a nejsou pojištěny v rámci fondu pojištění vkladů. Čím vyšší je očekávaný výnos, tím vyšší je potenciální riziko. Doba trvání investice ovlivňuje míru rizika. Výnos rovněž kolísá vzhledem k výkyvům měnových kurzů. Hodnota investované částky a výnos z ní mohou stoupat i klesat, přičemž není zaručena návratnost původně investované částky. Minulá ani očekávaná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Vzhledem k nepředvídatelným výkyvům a událostem na finančních trzích a riziku investičních nástrojů nemusí být zajištěno dosažení stanoveného investičního cíle klienta. Od výnosů z investic musí být odečtena odměna a náklady RB sjednané ve smluvní dokumentaci, případně odměna a poplatky uvedené v sazebníku odměn a poplatků RB. Zdanění majetku klienta vždy závisí na osobních poměrech klienta a může se měnit. RB neposkytuje daňové poradenství, a proto odpovědnost spojená s daňovými důsledky investic zůstává plně na klientovi. Nabídka investiční služby nesmí být předložena klientovi, který je definován jako US person.

Informace o Raiffeisenbank a.s.

Dokument vyhotovila Raiffeisenbank a.s., se sídlem Hvězdova 1716/2b, Praha 4, IČO: 49240901, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 2051. Dohledovým orgánem nad Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka.

Informace jsou publikovány k datu 10. 10. 2025. Tyto informace se mohou v budoucnu měnit a RB není povinna informovat příjemce dokumentu o změnách.

Odpovědná osoba: Miroslav Paděra, CFA, Head of Asset Management.