

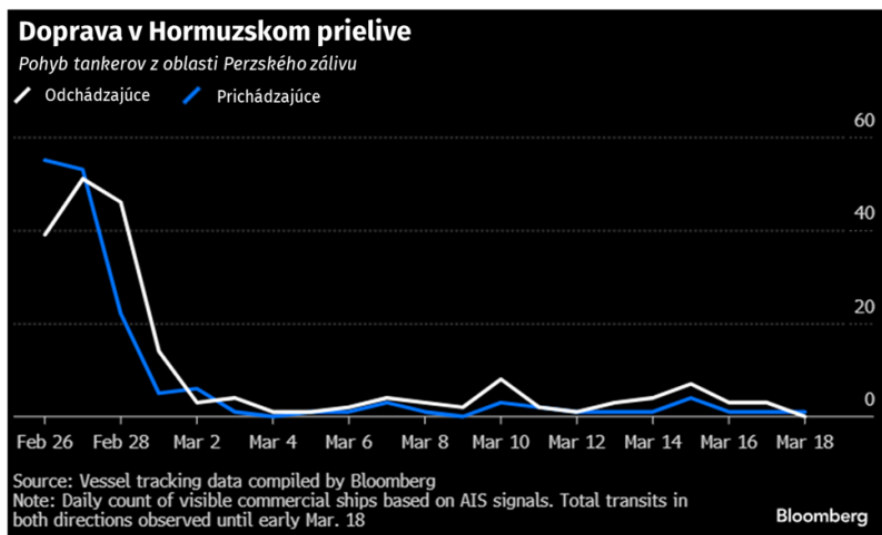
# Dopady iránskeho konfliktu na Áziu

**Ako uzavretie Hormuzského prielivu zmenilo situáciu pre väčšinu Ázijských krajín, ktoré sú závislé na importe ropy a plynu z oblasti Perzského zálivu. Aké to môže mať dôsledky pre jednotlivé krajiny? Rusko ťaží z vyšších cien energetických komodít aj dočasnej výnimky na sankcie zo strany USA. Trhy prehodnocujú budúci vývoj úrokových sadzieb. Ako dopadli zasadania centrálnych bánk v marci 2026? Konflikt na Blízkom východe výrazne ovplyvňuje vývoj na dlhopisových trhoch a prináša nové riziká pre investorov.**



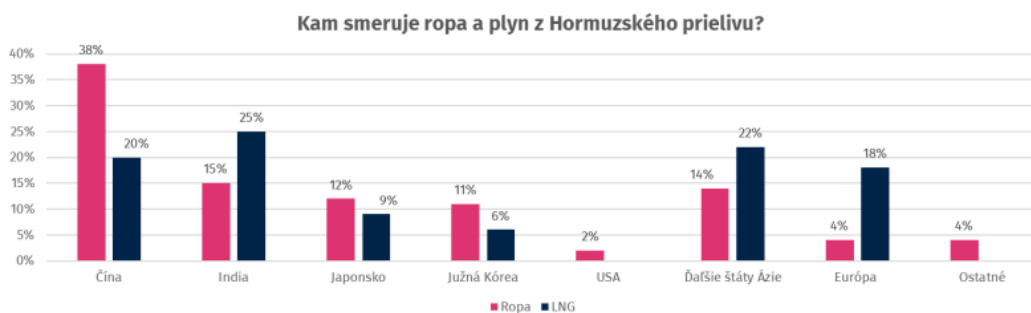
Od začiatku konfliktu medzi Iránom a americko-izraelskou alianciou dochádza k obmedzeniam dopravy tankerov medzi Perzským a Ománskym zálivom cez Hormuzský prieliv. Ide o úzke hrdlo, ktorým pred začiatkom vojny, 28. februára, prechádzalo denne viac ako 90 odchádzajúcich a prichádzajúcich tankerov smerujúcich do alebo z Perzského zálivu. Dnes je situácia opačná, z Perzského zálivu denne odchádzajú 2 až 4 tankery, pričom do Perzského zálivu pripláva sotva jeden tanker. Niektoré tankerské spoločnosti si uvedomujú riziko napadnutia iránskymi dronmi, avšak motiváciou zostáva mimoriadne vysoká odmena za prepravu ropy do Číny, ktorá síce klesla z 500-tisíc USD na súčasných 215-tisíc USD za deň, no stále je o 68 % vyššia než na začiatku februára tohto roka. Za normálnych podmienok prechádzalo cez Hormuzský prieliv priemerne 20 miliónov barelov ropy a ropných produktov denne, avšak pri aktuálnej situácii sa

odhady pohybujú len medzi 2 až 4 miliónmi barelov denne (mb/d). Aj keby Saudská Arábia a SAE využili voľnú kapacitu existujúcich ropovodov v rozsahu približne 3,5 až 5,5 mb/d a podarilo by sa vytvoriť alternatívne trasy pre tankery, prípadne razantne núdzovo uvoľniť zásoby ropy, ropný trh by v tejto oblasti stále trpel výpadkom približne 4 mb/d.



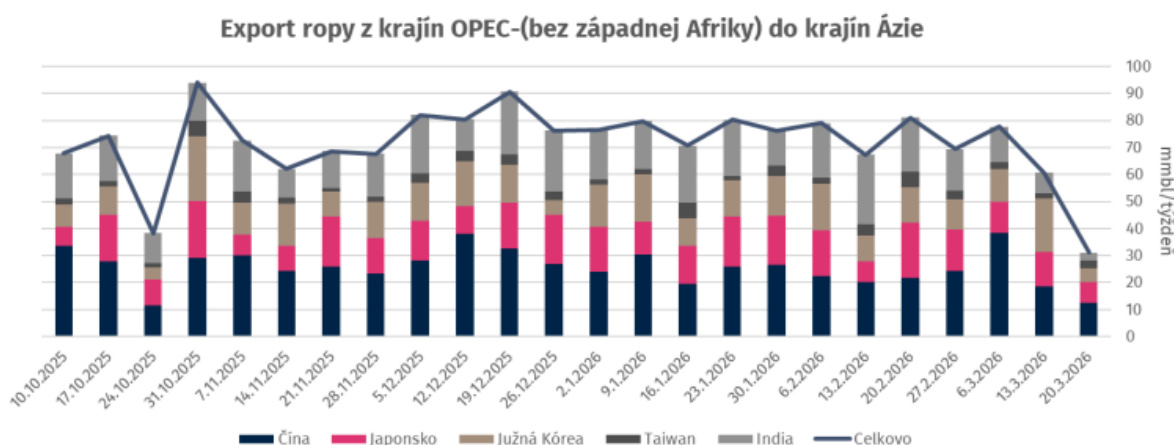
## Iránsky konflikt ovplyvňuje vývoj krajín z Ázie, ktoré sú závislé od ropy a plynu z Perzského zálivu

Keď sa pozrieme na to, kam primárne smerujú ropa a plyn, môžeme vidieť, že viac ako 90 % ropy a 82 % plynu smeruje do Ázie. Pri pohľade na jednotlivé krajiny je zrejmé, že najväčší podiel dosahuje Čína, a to takmer 38 %, nasleduje India s 15 %, Japonsko s 12 %, Južná Kórea s 11 % a ostatné štáty Ázie so 14 %. Pokiaľ ide o LNG, cez Hormuzský prieliv pretieklo v roku 2025 približne 311 mld. m<sup>3</sup>, pričom najväčší podiel smeroval do Indie (25 %), nasledovanej Čínou (20 %). Zároveň je na dovoze z tohto regiónu závislá aj Európa, kam smerovalo približne 18 %, zatiaľ čo ostatné ázijské krajiny tvorili až 22 %.



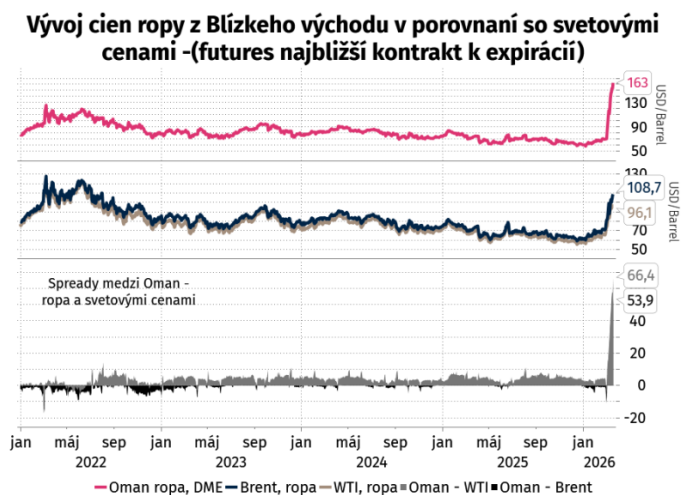
Z uvedeného vyplýva aj nepriama naviazanosť Číny na tento región. Dôkazom je aj objem čínskych investícií a kapitálu smerujúceho do regiónu Blízkeho východu, ktorý za posledných 20 rokov presiahol 300 mld. USD. Najväčší objem investícií smeroval do Saudskej Arábie (82 mld. USD), SAE (48 mld. USD), Iraku (40 mld. USD), Egypta (30 mld. USD) a Iránu (25 mld. USD). Od začiatku roka Čína stratila vplyv v Južnej Amerike po strate obchodného partnera, Venezuely. Podobný vývoj sa preto môže očakávať aj v tejto oblasti, pričom niektoré investície sa v prípade poškodenia vojnovým konfliktom môžu ukázať ako nenávratné.

Pred vypuknutím vojny na Blízkom východe dosahoval export z krajín OPEC (bez západnej Afriky) do krajín Ázie 70 až 80 mil. barelov ropy týždenne, pričom takmer polovica smerovala predovšetkým do Číny a Japonska. V druhom týždni konfliktu sa prejavili prvé dôsledky vojny, keď týždenný objem vývozu z krajín OPEC-u klesol na 60 mil. barelov týždenne. V aktuálnom týždni sa pohybujeme približne na úrovni 30 až 40 mil. barelov týždenne (podľa Bloomberg reportuje dáta s oneskorením, takže skutočný objem bude pravdepodobne o niečo vyšší než súčasných 30 mil. barelov týždenne). Efekt vojny sa neprejavil v prvom týždni, pretože tankery, ktorým sa podarilo odísť z Perzského zálivu ešte pred vypuknutím konfliktu, pokračovali v preprave. Preprava ropy a plynu po mori do Číny totiž trvá viac ako dva týždne, takže dôsledky vojny budeme pozorovať s miernym oneskorením 2 až 3 týždňov.

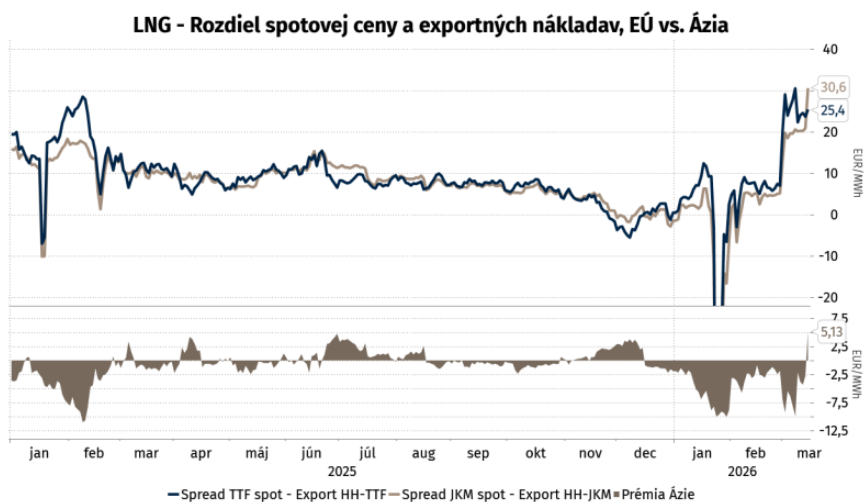


Na situáciu v Hormuzskom prielive reagovala aj cena ropy vo svete. Keď sa pozrieme na situáciu z pohľadu Ománu, ktorý až 100 % surovej ropy vyváža do Ázie (primárne 86,5 % smeruje do Číny), tak nám cena ománskej ropy poskytuje dobrý benchmark na vývoj ceny ropy pre ázijské krajiny. Od začiatku konfliktu cena ománskej ropy narástla zo 70 USD/barel na súčasných 163 USD/barel, zatiaľ čo svetové ceny ropy Brent narástli za ten istý čas zo 70 USD/barel na 108,7 USD/barel a ropa WTI zo 67 USD/barel na súčasných 96,1 USD/barel. Výraznú zmenu však môžeme v poslednom období pozorovať na spreade (cenovom rozdieli) medzi ománskou ropou a svetovými cenami. Ománska ropa sa dlhodobo obchodovala drahšie oproti WTI približne o 5 – 10 USD/barel a v porovnaní s ropou Brent bola niekedy dokonca lacnejšia o 2 – 3 USD/barel.

Hoci je ománska ropa stredne ťažká a sírnatejšia než Brent alebo WTI, jej odberatelia (primárne z Ázie) majú rafinárske kapacity nastavené na spracovanie stredne ťažkej ropy z Blízkeho východu. Ďalším aspektom bola vzdialenosť k odberateľovi a geopolitická bezpečnosť, prečo si práve krajiny Ázie vyberali túto ropu. Dnes je však situácia iná a odberatelia, s rastúcim dopytom po rope z Ománu v dôsledku obmedzenia dopravy tankerov v Hormuzskom prielive, tlačia na jej cenu. Tým dosiahli pozitívny spread voči WTI vo výške 66,4 USD/barel a voči rope Brent 53,9 USD/barel, pričom ide o najväčší skok za posledných 5 rokov.



**BENCONT**  
INVESTMENTS

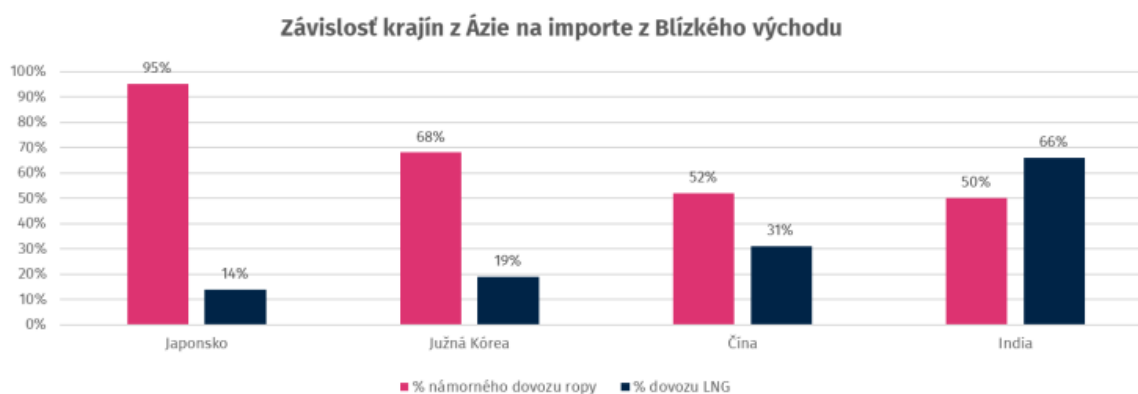


**BENCONT**  
INVESTMENTS

Podobný vývoj môžeme pozorovať aj pri cenách plynu. Zatiaľ čo sa dlhodobo pred konfliktom prémia Ázie pohybovala v negatívnych hodnotách oproti cenám v Európe a presahovala 7,5 EUR/MWh, po dôsledkoch vojny v regióne sa presunula do pozitívnych hodnôt, ktoré sme mohli pozorovať ešte koncom decembra minulého roka. Európa a Ázia medzi sebou tlačili ceny plynu nahor, pričom Ázia bola viac závislá od LNG z regiónu Blízkeho východu, a preto musí nahradiť

chýbajúce dodávky LNG z Ameriky (Henry Hub). Dnes už cenovo konkuruje Európe o viac ako 5,3 EUR/MWh, čím sa pre amerických dovozcov LNG stáva atraktívnejším obchodom smerovať LNG do Ázie.

Keď sa pozrieme na závislosť jednotlivých krajín od námorného dovozu ropy a LNG, čiastočne možno pozorovať istý vzťah. Čím je krajina bližšie k Blízkemu východu, tým je závislejšia od námorného dovozu ropy, zatiaľ čo pri LNG je to presne naopak. Kým v Japonsku závislosť od ropy z tohto regiónu dosahuje až 95 % a pri LNG približne 14 %, v Indii závislosť od ropy predstavuje okolo 50 % a od dovozu LNG z tohto regiónu približne 66 %.



Čo sa týka strategických rezerv ropy, najväčšie ropné rezervy má Čína, a to vo výške 1,05 mld. barelov, pričom Japonsko disponuje približne 370 mil. barelmi ropy. Pri súčasnom tempe spotreby by rezervy ropy Číne vystačili na viac ako 90 dní, Japonsku na 254 dní, Južnej Kórei na približne 180 dní a Indii na 87 dní. Horšia situácia však hrozí pri rezervách LNG, ktoré sa v súčasnosti v niektorých krajinách nachádzajú na nižšej úrovni naplnenia. V prípade Japonska sa stav rezerv LNG odhaduje len na približne 11 dní, zatiaľ čo pri ostatných uvedených krajinách rezervy presahujú úroveň, ktorá by im mala vystačiť približne na jeden mesiac.

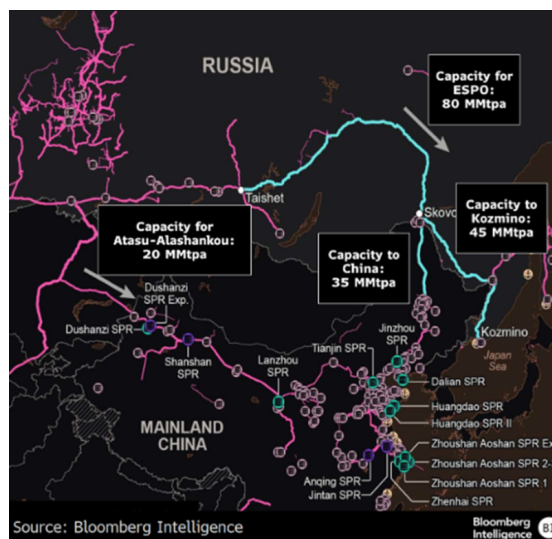
## Dopady na jednotlivé krajiny Ázie

Ako už bolo spomenuté, Čína je závislá od dovozu ropy a plynu z regiónu Blízkeho východu, preto čínska vláda na vzniknutú situáciu reagovala prijatím niekoľkých opatrení platných od začiatku marca. Jedným z nich bolo pozastavenie vývozu nafty a benzínu s cieľom zabezpečiť domácu spotrebu. V roku 2025 pritom vyviezla 58 mil. ton rafinovaných palív v hodnote 39 mld. USD. Existuje aj reálna hrozba preliatia šoku do plastikárskeho priemyslu. Ak by Čína musela obmedziť export palstových materiálov a produktov, tak celkový prepád exportu by mohol dosiahnuť až 5,2 %, čo by vymazalo takmer všetky exportné zisky za rok 2025.

Jednou z možností je nahradenie v podobe ruskej alternatívy. Do Číny aktuálne smeruje cez

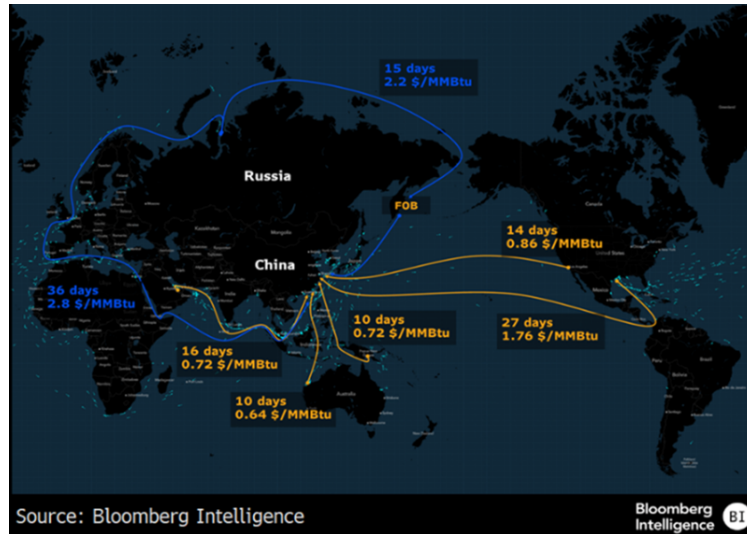
ropovod Atasu (Kazachstan) – Alashankou (Čína) okolo 20 mil. ton ročne a cez vetvu prostredníctvom ropovodu Východná Sibír – Tichý oceán (ESPO) smeruje do Číny takmer 35 mil. ton ročne. Možným nahradením dodávok ropy z Blízkeho východu je príjem približne 45 miliónov ton ročne, smerovaných do exportného terminálu Kozmino v Rusku. Ruská ropa by sa následne prepravovala tankermi do čínskych terminálov, čo by umožnilo Číne dovážať o 1 milión barelov denne viac a tým znížiť deficit v zásobovaní.

### Hlavné ruské ropovody na prepravu surovej ropy do Číny:



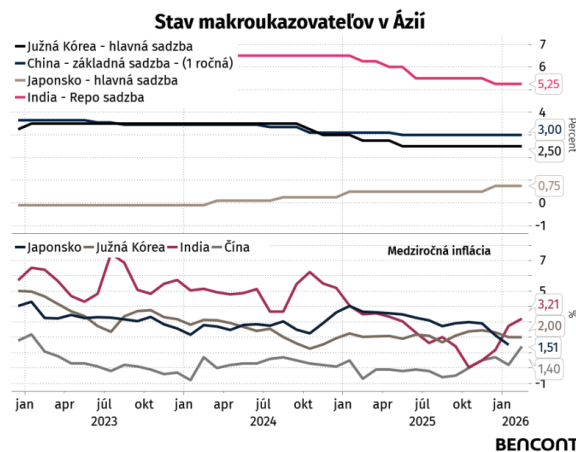
Čo sa týka dovozu LNG do Číny, tak najväčší podiel primárne smeroval z Kataru, nasledovaného Austráliou s podielom 29,1 %, Malajziou 10,7 % a Ruskom okolo 8,3 %. Strata katarského príjmu je veľkou stratou na dodávkach LNG po mori, pričom išlo aj o jednu z možných lacných a kratších trás dovozu v porovnaní s inými alternatívami. Aktuálne vyzerá, že Čína naviaže vyššie dovozy z Austrálie, Malajzie a Papuy-Novej Guiney, pričom trasy trvajú okolo 10 dní a cena za prepravu sa hýbe v istom cenovom rozsahu okolo 0,64 – 0,72 USD/MMBtu. Navýšenie dovozu LNG po mori práve z Ruska je pre Čínu horšou alternatívou, pričom by preprava trvala okolo 15 – 36 dní a ceny za prepravu by sa hýbali v rozmedzí 2,2 – 2,8 USD/MMBtu.

### Cenotvorba možných LNG trás pre Čínu:



Japonsko je od ropy z Blízkeho východu závislé z viac ako 90 %. V dôsledku napätej situácie v Japonsku vzrástli v marci ceny benzínu na približne 1,5 USD/liter, kým vo februári sa pohybovali okolo 1 USD/liter. Rastú aj ceny elektriny, keďže Japonsko vyrába až 34 % elektrickej energie z plynu (LNG). Vzhľadom na rast cien týchto komodít by sa ceny elektriny pre domácnosti mohli zvýšiť až o 25,8 %. Podobnú situáciu zažíva aj Južná Kórea, ktorá pristúpila k historicky najväčšiemu uvoľneniu ropných rezerv v objeme 22,46 mil. barelov ropy. Okrem toho vláda zaviedla aj cenové stropy na lokálne pohonné hmoty.

Čo sa týka Indie, tej hrozí bezprostredné ohrozenie produkcie v nadväzujúcich sektoroch v dôsledku nedostatku zemného plynu. Kvôli výpadku dodávok z Kataru indické plynárenské firmy okamžite obmedzili dodávky pre priemyselných odberateľov o 10 až 50 %, pričom tento deficit utlmí produkciu v náročných odvetviach, ako sú výroba ocele, petrochemický priemysel, sklárstvo alebo keramický priemysel. Vláda nariadila rafinériám uprednostňovať dodávky LPG pre domácnosti pred komerčným využitím, čo naďalej prehĺbuje útlm v priemyselnom sektore a mohlo by viesť k výpadku 3 až 6 % priemyselnej produkcie.



Rastúce ceny ropy aj plynu spôsobujú inflačné tlaky v jednotlivých ekonomikách, pretože v niektorých krajinách Ázie tvoria náklady na palivá a dopravu približne 10 až 15 % váhy spotrebiteľského koša.

**Podľa Medzinárodného menového fondu (MMF) sa odhaduje, že každé 10 % zvýšenie cien ropy pridáva približne 40 bps k celosvetovej inflácii.**

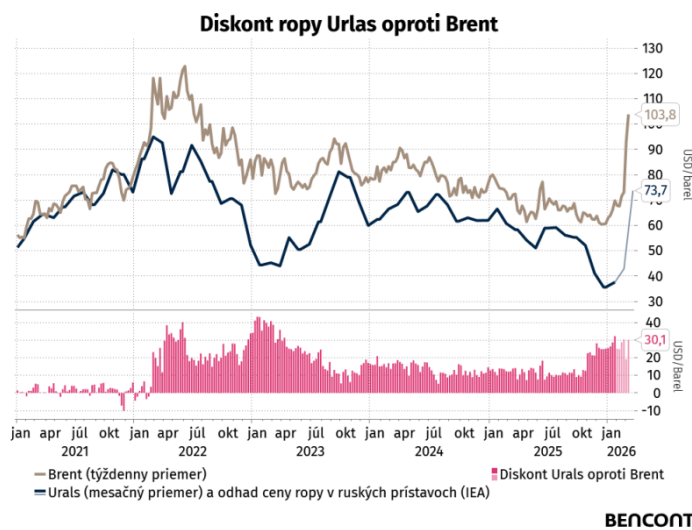
Na túto situáciu reagujú aj centrálné banky jednotlivých krajín, i keď Japonsko má aktuálne nízku infláciu na úrovni 1,5 %, tak pravdepodobnosť zvýšenia sadzieb až o 50 bps ku koncu roka 2026 narástla o 20 percentuálnych bodov. Pri indickej centrálnej banke sa prakticky zmenil očakávaný vývoj sadzieb, pričom ešte pred vojnou trh odhadoval, že hlavná repo sadzba zostane na najbližšom zasadnutí na úrovni 5,25 %, tak dnes sa očakáva zvýšenie o 25 bps so 100 % pravdepodobnosťou z dôvodu očakávaných inflačných tlakov v nasledujúcich mesiacoch. Aktuálna situácia v ázijských krajinách poukazuje na možný nástup stagflácie v nasledujúcom období, pričom výrazné negatívne dôsledky vojny budeme môcť pozorovať až v nasledujúcich mesiacoch. (mmm)

## Rusko profituje z energetickej krízy

Vypuknutie vojenského konfliktu v Iráne 28. februára 2026, iniciované bezprecedentnými leteckými útokmi USA a Izraela, vyvolalo v globálnom energetickom systéme otrasy, ktoré svojím rozsahom prekonalí všetky krízy od sedemdesiatych rokov 20. storočia. Blokáda Hormuzského prielivu vytvorila bezprecedentné ekonomické príležitosti pre Ruskú federáciu, ktorá sa v priebehu niekoľkých týždňov transformovala z izolovaného exportéra čeliaceho klesajúcim príjmom na kľúčového stabilizátora trhu s rekordnými ziskami. V prostredí, kde ázijskí odberatelia z Perzského zálivu hľadali náhradu za chýbajúce barely, sa ruská ropa stala kľúčovým stabilizačným zdrojom.

Cena ropy Brent v marci 2026 prekročila 100 USD za barel, čím výrazne prekonal prognózy z konca roka 2025 (60 USD). Pre Kremľ sú tieto úrovne, najmä cena Urals, kľúčové, keďže priamo určujú príjmy pre vojnové financovanie. Najvýznamnejším katalyzátorom rastu ruských príjmov v marci 2026 však neboli len ceny, ale aj výnimka z americkej sankčnej politiky. 12. marca 2026 vydalo OFAC licenciu GL 134, ktorá umožnila predaj, dodanie a vykládku ruskej ropy naloženej pred týmto dátumom, s platnosťou do 11. apríla 2026. Hoci išlo o deklarované krátkodobé

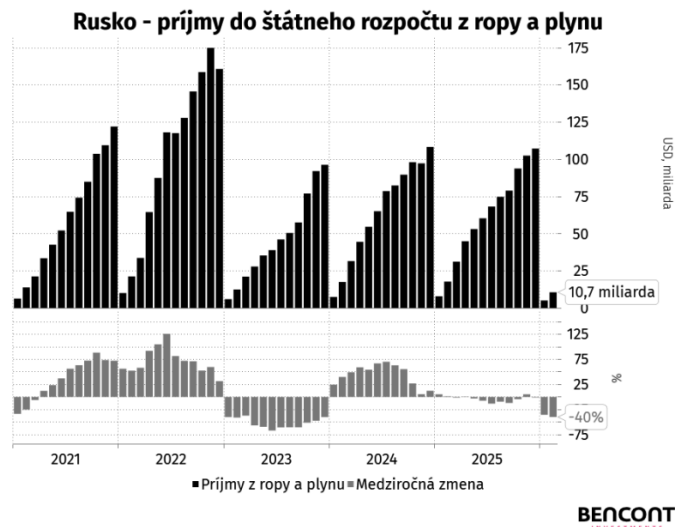
opatrenie, v praxi výrazne zvýšilo dopyt v Ázii, znížilo logistické náklady a eliminovalo stigma spojenú so sankcionovanými dodávkami.



Dôsledkom bolo dramatické zúženie diskontu ropy Urals. V indických prístavoch klesol diskont z približne 30 USD/barel na 5 USD/barel, pričom cena Urals vzrástla na úroveň približne 98 USD/bbl. V ruských exportných prístavoch sa cena zvýšila z februárových 42,3 na 73,7 USD/barel v marci. Tento vývoj vytvoril precedens, v ktorom sa prísnosť sankcií stala závislou od situácie na globálnom ropnom trhu, a nie od správania Ruska, čo kritici z EÚ označujú za devalváciu doterajšieho úsilia o finančnú izoláciu Ruska.

## Sankcie boli účinné, no netrvali dlho

Koordinované sankcie z októbra 2025 zahŕňali zaradenie spoločnosti Rosneft a Lukoil, spolu s desiatkami ich dcérskych firiem na zoznam SDN, čím sa automaticky zablokoval ich majetok a všetky subjekty vlastnené nad 50 % stratili prístup k americkému finančnému systému. EÚ nadviazala 19. sankčným balíkom, ktorý obsahoval 69 nových subjektov na sankčnom zozname, úplný zákaz transakcií s kľúčovými energetickými firmami a rozsiahle opatrenia proti tzv. tieňovej flotile. Od 21. januára 2026 platil zákaz dovozu palív rafinovaných z ruskej ropy v krajinách ako India či Turecko, keďže EÚ zaviedlo technológiu na sledovanie pôvodu ropných molekúl. Od 1. februára 2026 sa zároveň znížil cenový strop na ropu Urals na 44,10 USD/barel z pôvodnej úrovne 47,6 USD/barel. Tento strop platí pri použití západných služieb (tankery, poistenie, financovanie).



Začiatok roka 2026 bol pre ruskú štátnu pokladnicu alarmujúci, keďže India s Tureckom citeľne obmedzili nákupy ruskej ropy a následný reexport ropných produktov. Kombinácia nízkej ceny ropy Brent v pásme 60-70 USD/barel a vyššieho diskontu ropy Urals vytvorila tlak na ruské príjmy z ropy a plynu. Za prvé dva mesiace poklesli oproti minulému roku o 40 % na úroveň 10,7 mld. USD (kumulovane). Podiel príjmu z ropy a plynu na celkových príjmoch tak klesol na 17,3 %, pričom minulý rok v takomto období predstavovali príjmy z ropy a plynu 29,2 %.

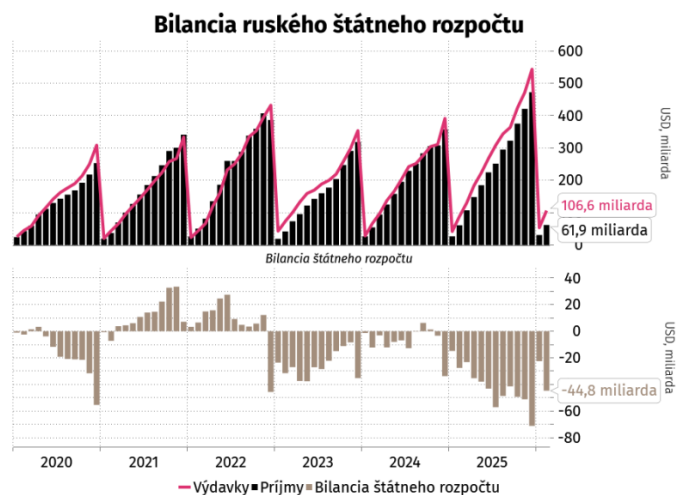
### Výhľad fiškálnej situácia Ruska

Rozpočet na rok 2026, založený na cene Urals na úrovni 59 USD/barel, rátať s deficitom 1,6 % HDP . Už v úvode roka sa však výpadok príjmov z ropy a plynu prejavil skokovým nárastom deficitu štátneho rozpočtu na 1,5 % HDP, čím sa vyčerpalo takmer 90 % celoročného cieľového deficitu len za dva mesiace . Bez iránskej krízy a pri pokračujúcom silnom sankčnom tlaku tak hrozil realistický scenár deficitu na úrovni 2,4–4,4 % HDP.

**Odhaduje sa, že každý nárast ceny ropy Urals o 10 USD/barel zvyšuje denné zisky Ruska približne o 70 mil. USD.**

Pre implikáciu na ruský rozpočet znamená zvýšenie celoročného priemeru ceny Urals o 10 USD/barel nárast rozpočtových príjmov o 19,56 mld. USD. Vo februári 2026 dosahuje deficit štátneho rozpočtu úroveň 44,8 mld. USD. Pri súčasnom raste ceny ropy Brent k úrovni 108 USD/barel (Urals približne 80 USD/barel) sa tento deficit na rok 2026 za predpokladu

pretrvávajúcích aktuálnych cien ropy prakticky znižuje na zanedbateľných 0,1 % HDP. Napriek neočakávaným príjmom z ropy sa však Kreml aj tak snaží udržať deficit pod kontrolou aj prostredníctvom 10 % plošných škrtov v rozpočte na rok 2026, ktoré sa dotýkajú iba nevojenských oblastí.



**BENCONT**  
INVESTMENTS

Kým globálne ceny ropy zostávajú zvýšené v dôsledku napätia na Blízkom východe a sankcie sú obchádzané vďaka právnym precedensom v USA a silnému ázijskému dopytu, Rusko disponuje dostatočnou likviditou na financovanie vojny, pričom jeho vojenská kapacita zostáva stabilná napriek úpadku civilného sektora. Európa tak čelí dvojitému tlaku: vyššie ceny energií zhoršujú infláciu a konkurencieschopnosť, zatiaľ čo rast ruských príjmov priamo predlžuje trvanie konfliktu.

Iránsky konflikt zároveň odhalil štrukturálnu zraniteľnosť európskej sankčnej politiky, keďže jej účinnosť je podmienená vývojom globálneho energetického trhu. V situáciách cenových šokov sa sankčný tlak oslabuje alebo obchádza, čo znižuje kredibilitu EÚ ako geopolitického aktéra a prehľbuje jej závislosť od rozhodnutí USA. (fw)

## Úrokové sadzby vo svete menia trajektóriu

V marci 2026 prevažovala medzi hlavnými centrálnymi bankami opatrná stabilizácia menovej politiky, pričom rozhodnutia boli výrazne ovplyvnené geopolitickým napätím na Blízkom východe a jeho dopadmi na infláciu a ekonomický rast. Americký FED na zasadnutí 18. marca 2026 ponechal cieľové pásmo úrokových sadzieb na úrovni 3,5 % – 3,75 %, ide už druhé zasadnutie po sebe bez zmeny. Rozhodnutie odrážalo solídny ekonomický rast, stále zvýšenú

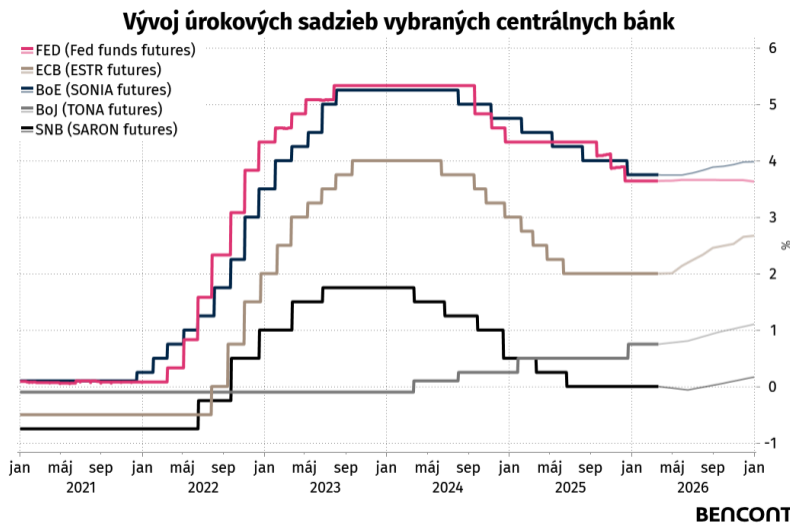
infláciu (medziročná PCE na úrovni 3,1 % v januári 2026) a neistotu spojenú s vojnou s Iránom, pričom FED naďalej projektuje zníženie sadzieb v závere roka 2026 o 25 bázických bodov.

Európska centrálna banka na zasadnutí 19. marca 2026 taktiež nezmenila sadzby (hlavná refinančná sadzba 2,15 %), pričom zdôraznila rastúce inflačné riziká spôsobené vyššími cenami energií a zároveň zhoršené vyhliadky rastu. Pre rok 2026 zrevidovala očakávanú mieru inflácie na úroveň 2,6 % medziročne (pôvodne 1,9 %) a hospodársky rast na 0,9 % (pôvodne 1,2 %).

19. marca zasadali aj ďalšie svetovo významné banky. Bank of England ponechala sadzbu nezmenenú na 3,75 %, pričom aktuálna inflácia 3 % má vzrásť v najbližších kvartáloch na približne 3 % – 3,5 % v dôsledku rastu cien energií. Bank of Japan taktiež ponechala nezmenenú sadzbu na 0,75 %, pričom rozhodnutie prešlo pomerom hlasov 8:1 (jeden hlas za zvýšenie). Švajčiarska národná banka v marci 2026 taktiež nezmenila sadzbu (0 %), pričom signalizovala pripravenosť intervenovať na devízovom trhu v reakcii na tlak na posilňovanie franku, ktorý od začiatku roka posilnil oproti USD o viac ako 16 % a oproti EUR približne o 2,5 %.

	CPI Y/Y %	Core CPI Y/Y %	Základná sadzba	Posledná zmena		Posledný pohyb	Mesiacov od posledného zvýšenia	Mesiacov od posledného zníženia
Eurozóna	1,9	2,4	2,15	-0,25	Cut	6/2025	30	9
USA	2,4	2,5	3,75	-0,25	Cut	12/2025	32	3
Veľká Británia	3,0	3,0	3,75	-0,25	Cut	12/2025	32	3
Česko	1,4	2,7	3,50	-0,25	Cut	5/2025	45	10
Poľsko	2,1	2,5	3,75	-0,25	Cut	3/2026	42	1
Maďarsko	1,4	2,1	6,25	-0,25	Cut	2/2026	42	1
Japonsko	1,5	2,6	0,75	0,25	Hike	12/2025	3	122
Rusko	5,9	5,2	15,00	-0,50	Cut	3/2026	17	0
Švajčiarsko	0,1	0,4	0,00	-0,25	Cut	6/2025	33	9

V regióne strednej Európy Česká národná banka v marci 2026 ponechala repo sadzbu na 3,5 %, keďže inflácia sa pohybuje blízko cieľa, no pre vysokú globálnu neistotu zachováva banka opatrný postoj k zmene sadzieb. Naopak, Národná banka Poľska na zasadnutí 3.–4. marca 2026 znížila sadzbu o 25 bázických bodov na 3,75 %, reflektujúc priaznivý vývoj inflácie v cieľovom pásme 1,5 – 3,5 %. Maďarská centrálna banka už vo februári 2026 pristúpila k zníženiu sadzby na 6,25 %. Medziročná inflácia prudko poklesla z úrovni okolo 4 % pod cieľ 3 % na úroveň 1,4 % vo februári 2026. Hoci spomedzi spomínaných bánk má najväčšiu pravdepodobnosť ďalšieho zníženia sadzby (projekcia 5,25 % na konci roka 2026), môžeme očakávať opatrný prístup vzhľadom na vývoj cien energií.



V reakcii na rastúce ceny energetických komodít trhy radikálne prehodnotili očakávania úrokových sadzieb pre najvýznamnejšie centrálné banky, nakoľko vyššie ceny energií spôsobujú inflačné tlaky naprieč spektrom tovarov a služieb. Ešte koncom februára trh naceňoval ku koncu roka 2026 pokles úrokovej sadzby FED-u na 3,25 %. Dnes sa očakáva, že úrokové sadzby FED-u zostanú nezmenené. V eurozóne sa pred konfliktom očakávali stabilné sadzby, pričom dnes sú nacenené takmer 3 zvýšenia o 25 p. b. do konca roka počnúc prvým zvýšením už v júni. Trh naceňoval pre BoE podobne ako pre FED zníženie sadzby na 3,25 %. Po konflikte sa však očakávania preklonili na nárast na 4 % ku koncu roka. Pri BoJ a SNB sa očakávania prakticky nezmenili, len sa mierne posunuli na stranu zvyšovania sadzieb.

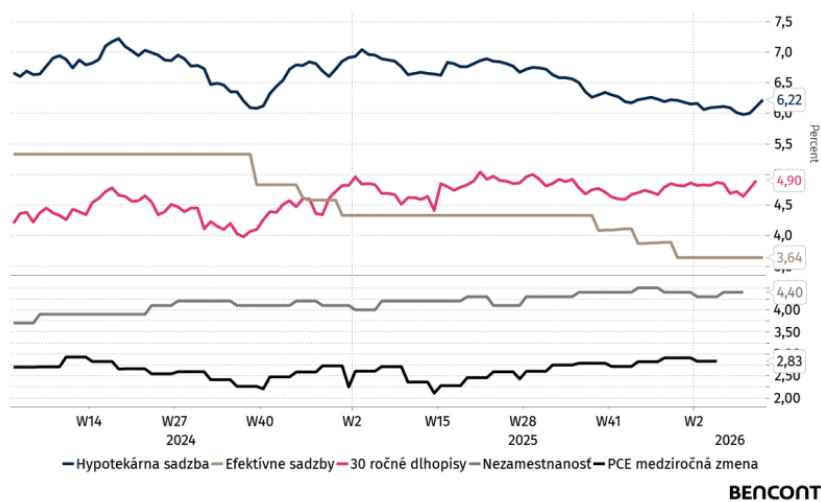
Pre globálne trhy má prudká zmena v očakávaniach budúcich sadzieb významné implikácie pri oceňovaní finančných aktív a môže ovplyvniť aj správanie na úverovom a hypotekárnom trhu. Ak sa vyššie ceny energií skutočne pretavia do nárastu inflácie, môžeme byť svedkami nového cyklu globálneho zvyšovania sadzieb a ťahovania likvidity. (fw)

## Vplyv konfliktu na blízkom východe na dlhopisový trh

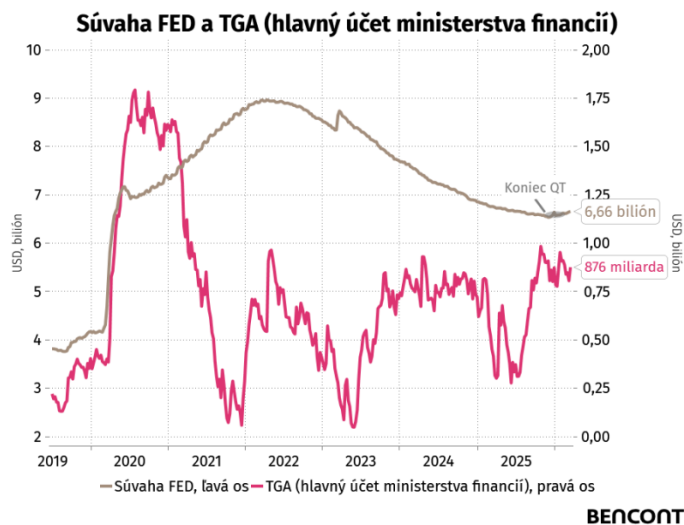
Výnosy 30-ročných amerických štátnych dlhopisov v posledných týždňoch výrazne vzrástli. Z februárových miním na úrovni 4,16 % stúpili až na 4,88 %, čo predstavuje celkový nárast o 0,72 percentuálneho bodu. Tento pohyb reflektuje jasnú zmenu v inflačných očakávaniach trhov, ktoré upustili od predpokladaného uvoľňovania menovej politiky. Namiesto očakávaného znižovania sadzieb sa trhy aktuálne prikláňajú k ich ponechaniu na súčasných úrovniach. Zvýšené inflačné tlaky súvisia predovšetkým s pretrvávajúcim vojenským konfliktom na Blízkom

východe a s ním spojeným rastom cien komodít, najmä ropy a zemného plynu.

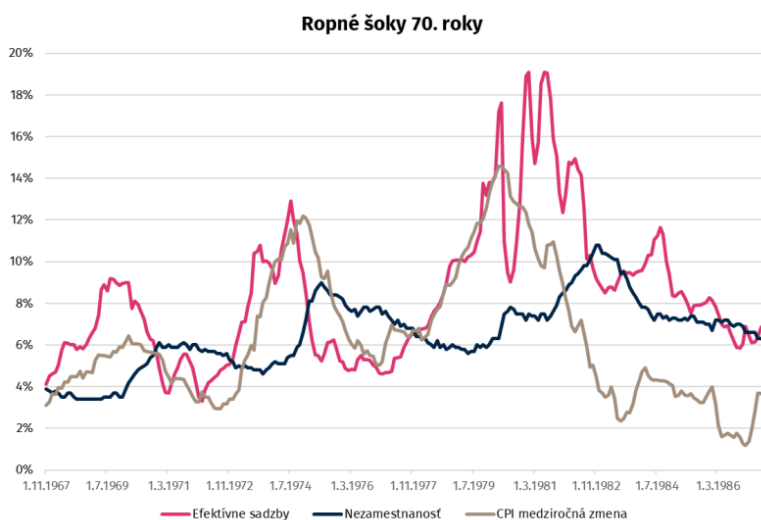
V nadväznosti na tento vývoj zmenili trajektóriu aj úrokové sadzby hypoték, ktoré po období postupného poklesu začali opäť rásť. Relatívne vysoké úročenie spôsobuje, že domácnosti s fixáciami z čias nízkych sadziieb odmietajú predávať svoje nehnuteľnosti. Hlavným dôvodom je obava z výrazne vyšších splátok pri nevyhnutnom refinancovaní úveru po kúpe nového bývania. Tento jav sa odborne nazýva „lock-in effect“ a v praxi sa prejavuje najmä obmedzenou ponukou na trhu a následným rastom cien existujúcich nehnuteľností.



Americké ministerstvo financií v snahe o posilnenie likvidity dlhopisového trhu zrealizovalo 10. marca 2026 spätný odkup vládnych dlhopisov na voľnom trhu v hodnote 15 miliárd dolárov. Operácia bola súčasťou širšieho plánu v objeme 30 miliárd dolárov, pričom na účte ministerstva sa aktuálne nachádza približne 806 miliárd dolárov. Ide o historicky najväčší jednorazový odkup štátneho dlhu, ktorý však celkovú hotovostnú rezervu ministerstva výrazne nezaťažuje. Tento krok zvyšuje flexibilitu dlhopisového trhu, na ktorom sa od roku 2022 vplyvom rastúcich úrokových sadziieb zásadne zmenili očakávania. Precenenie trhu vtedy vyvolalo u starších dlhopisov s nízkym úročením (emitovaných pred inflačnými šokmi) takzvané riziko durácie. Nové emisie s vyššími kupónmi totiž prirodzene tlačia ceny starších dlhopisov nadol. Hoci by vyššia likvidita mala teoreticky pôsobiť na pokles výnosov, v dôsledku pretrvávajúcich vojenských konfliktov sme momentálne svedkami skôr opačného scenára.



Na druhej strane, v decembri 2025 ohlásil FED ukončenie takmer trojročného cyklu kvantitatívneho ťahovania a ohlásil návrat k expanzívnejšej politike. V rámci tohto posunu plánuje centrálna banka mesačne nakupovať štátne pokladničné poukážky v objeme 40 miliárd dolárov. Cieľom týchto nákupov, označovaných ako „operácie na správu rezerv“, je opätovné posilnenie likvidity na dlhopisovom trhu a stabilizácia krátkodobých refinančných operácií v bankovom systéme.



Súčasný vývoj vykazuje paralely s historickými ropnými šokmi zo 70. rokov, kedy globálna ekonomika čelila stagflácii, kombinácii vysokej inflácie a stagnujúceho rastu HDP. V tom období bola americká ekonomika značne prehriata, o čom svedčil mimoriadne silný trh práce, dosahujúci najlepšie čísla od roku 1957. Amerika vtedy do krízy vstupovala s rekordne nízkou nezamestnanosťou, ktorá v máji 1969 klesla na úroveň 3,4 %. Dnes však vidíme iný obraz, americký trh práce sa začína ochladzovať a miera nezamestnanosti sa vo februári vyšplhala

na 4,4 %. Kým v roku 2025 držal zamestnanosť nad vodou najmä sektor zdravotníctva a sociálnych služieb, kľúčové odvetvia ako priemysel, stavebníctvo a maloobchod už zaznamenali úbytok pracovných miest. Tento trend potvrdzujú aj revidované mzdové výhľady firiem na rok 2026, ktoré signalizujú ďalšie oslabovanie. Tento vývoj komplikuje pozíciu FED-u, ktorému sa stále nedarí dosiahnuť stanovený inflačný cieľ. PCE inflácia sa vo februári pohybovala na úrovni 2,8 %, čo jasne potvrdzuje, že inflačné tlaky nie sú minulosťou. Pretrvávajúca inflácia nad cieľovou úrovňou 2 % tak výrazne obmedzuje flexibilitu tvorcov monetárnej politiky pri riešení prichádzajúcich ekonomických problémov.

Ak predpokladáme, že súčasné ponukové šoky kopírujú scenár zo 70. rokov, prvým identifikovaným problémom je práve nárast úrokových sadzieb hnaný zmenou trhových očakávaní. S určitou mierou zotrvačnosti následne prichádza ponuková inflácia, ktorú sprevádza zvyšujúca sa nezamestnanosť. Pri pretrvávajúcom konflikte a vysokých cenách energetických komodít možno očakávať, že inflácia v USA opäť vzrastie. To by vystavilo FED tlaku na ďalšie zvyšovanie sadzieb v snahe tlmiť inflačné tlaky.

Na druhej strane, oslabujúci trh práce môže predstavovať vážnejšie riziko než samotný rast cien, čo by mohlo centrálnu banku prinútiť k opačnému kroku, znižovaniu sadzieb. Kľúčovým faktorom by bolo ukončenie vojenského konfliktu, čím by pominul ponukový šok a inflácia by sa stabilizovala. V takom prípade by sa FED mohol sústrediť na riešenie dopytového šoku a ochladzujúceho sa trhu práce, čo sú oblasti, kde sú jeho nástroje efektívnejšie. V opačnom scenári by pretrvávajúce ponukové šoky mohli vyústiť do stagflácie. (mš)

---

Autori:

Analytici:

Ján Vražda (vrazda@bencont.sk)

Zdenko Lauko (lauko@bencont.sk)

Martin Maslan (maslan@bencont.sk)

Junior analytici:

Martin Vražda

Frederik Wiesner

Matej Miroslav Miko

Maroš Šery

Ladislav Gembeš

Valéria Vrábliková

*Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT, a môže byť reprodukováný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.*