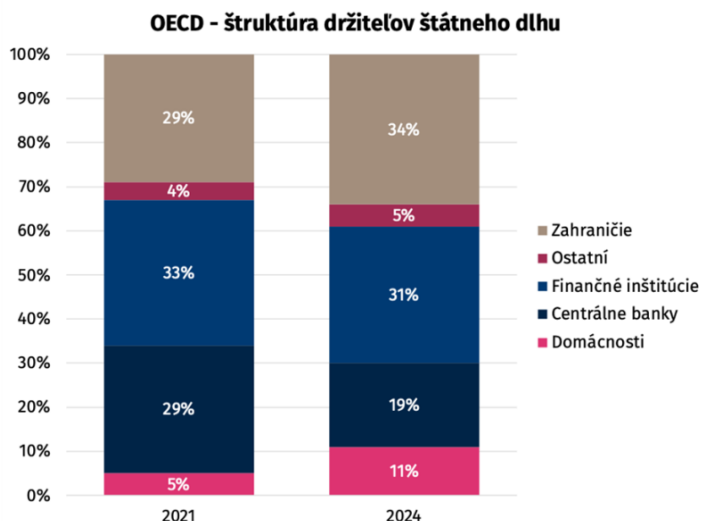


# Dlhopisy pre domácnosti

**Dlhopisy pre domácnosti nie sú trendom len na Slovensku. Ako dopadlo druhé kolo emisie Dlhopisov pre ľudí? Ovplyvňujú dlhopisy pre domácnosti bankový sektor cez odčerpávanie vkladov? Kuba v dôsledku nedostatku ropy čelí opakovaným výpadkom elektriny. Ako na tom stojí americký trh práce? Predpovedaný návrat El Niño v roku 2026 mení globálne zrážkové vzorce a prináša riziká pre kľúčové poľnohospodárske komodity. Čo stojí za poklesom ceny zlata a striebra?**



Súčasný vývoj v krajinách OECD naznačuje postupný návrat k financovaniu štátneho dlhu prostredníctvom domácností. Tento trend je podporený najmä rastom výnosov štátnych dlhopisov, ktoré sa zvýšili z úrovni pod 1 % v rokoch 2020–2021 na približne 4 % v období 2023–2024. V rovnakom čase dochádza k poklesu podielu centrálnych bánk na držbe verejného dlhu v dôsledku kvantitatívneho sprísňovania, a to z približne 29 % na 19 %. Vlády sú tak čoraz viac nútené hľadať marginálnych investorov, či už na domácom alebo zahraničnom trhu. V prostredí zvýšeného geopolitického rizika zároveň vzrástol podiel zahraničných investorov z 29 % na 34 %, zatiaľ čo podiel domácností na držbe štátneho dlhu sa zvýšil z 5 % na 11 %. Narastajúci význam tohto nástroja potvrdzuje aj skutočnosť, že v roku 2024 disponovalo špecifickým retailovým programom už 22 zo 40 sledovaných krajín OECD, čo predstavuje najvyššiu úroveň od začiatku tohto storočia. V roku 2025 sa k týmto krajinám pripojilo aj Slovensko so svojím programom Dlhopisy pre ľudí, ktorý pokračoval druhým kolom aj v roku 2026.



Financovanie štátneho dlhu prostredníctvom domácností možno interpretovať ako mechanizmus presunu prebytočných úspor z privátneho sektora do verejných výdavkov. Keďže vláda získané prostriedky v rámci daného fiškálneho roka spravidla vynakladá v domácej ekonomike, tieto zdroje sa v agregáte vracajú späť do obehu a nemusia mať výrazný vplyv na celkovú úroveň spotreby. Medzi hlavné prínosy tohto prístupu patrí diverzifikácia investorskej bázy, zníženie závislosti od zahraničných investorov a potenciálne zmeny v konkurenčnom prostredí bankového sektora, najmä v oblasti úročenia vkladov. Tento proces môže zároveň prispievať k rastu finančnej gramotnosti obyvateľstva a k posilneniu úlohy domáceho kapitálového trhu. Na druhej strane je spojený s vyššími nárokmi na administratívne zabezpečenie, technologickú infraštruktúru a riadenie emisií. Presun časti úspor z bankového sektora do štátnych dlhopisov môže zároveň ovplyvniť dostupnosť zdrojov pre banky, čo sa môže premietiť do nákladov financovania pre súkromný sektor.

## Slovenské Dlhopisy pre ľudí – druhé kolo

**Predaj štátnych dlhopisov pre občanov INVESTOR II a PATRIOT II prebiehal od 2. do 20. marca 2026 (resp. do vypredania emisie) a dosiahol celkový objem 417 miliónov eur. Emisia ponúkala výnos 2,7 % p. a. pri dvojročnej splatnosti a 3,0 % p. a. pri štvorročnej splatnosti. Najvyšší dopyt sa koncentroval na začiatku predaja – už v prvý deň boli predané dlhopisy v hodnote 245 miliónov eur, pričom INVESTOR II dosiahol objem 146 miliónov eur a PATRIOT II objem 99 miliónov eur. Na základe silného dopytu sa Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) rozhodla zvýšiť objem emisie z pôvodných 400 miliónov eur na 500**

miliónov eur.



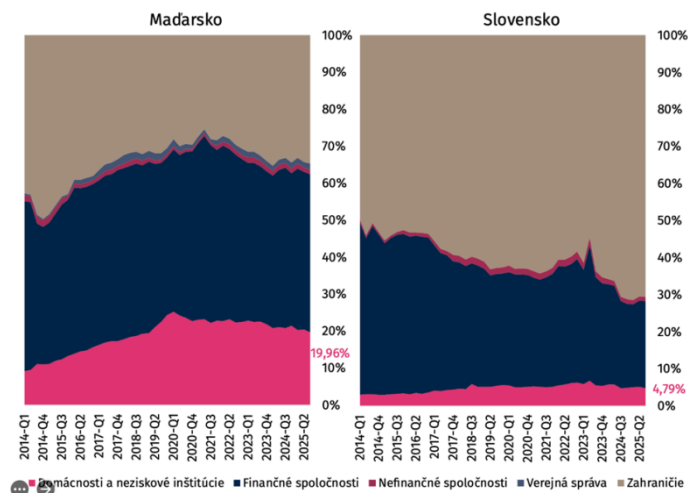
## **Dvojročný dlhopis INVESTOR II sa predal v objeme 250 miliónov eur a štvorročný dlhopis PATRIOT II v objeme 167 miliónov eur.**

Rovnako ako pri prvej emisii bol nákup realizovaný prostredníctvom piatich bánk (ČSOB, Slovenská sporiteľňa, Tatra banka, UniCredit Bank a VÚB), pričom investori neplatili poplatky za nákup ani za držbu. Významným prvkom atraktivity bolo aj daňové zvýhodnenie, keďže výnos aj kapitálový zisk sú pre fyzické osoby oslobodené od dane z príjmov. V porovnaní s emisiou z roku 2025, ktorá ponúkala výnosy 3,0 % a 3,3 % a bola vypredaná v priebehu štyroch dní pri objeme 500 miliónov eur, bola druhá emisia mierne slabšia. Napriek nižším výnosom o 0,3 percentuálneho bodu si však druhé kolo udržalo výrazný záujem investorov, čo potvrdzuje stabilnú úlohu retailového financovania v štruktúre štátneho dlhu. Po druhej emisii predstavuje tento program približne 1,1 % celkového štátneho dlhu.

### **Porovnanie prístupov financovania štátneho dlhu**

Maďarsko patrí medzi krajiny OECD s najvyšším podielom domácností na držbe štátneho dlhu. Od roku 2011 realizuje stratégiu tzv. vnútorného financovania, ktorej cieľom je nahradiť volatilný zahraničný kapitál domácimi úsporami. Štruktúra držiteľov štátneho dlhu sa v priebehu niekoľkých rokov výrazne zmenila – z úrovne v prvom štvrtroku 2014 (domácnosti 9,2 %, zahraniční investori 42,7 %) na stav v prvom štvrtroku 2020 (domácnosti 25,2 %, zahraniční investori 28,1 %). V súčasnosti držia maďarské domácnosti približne 20 % štátneho dlhu, zatiaľ čo na Slovensku je tento podiel približne 4,8 %. Ide tak o výrazne odlišné prístupy k štruktúre financovania verejného dlhu, pričom obe krajiny normalizujú podiel retailových emisií dlhu smerom k priemeru rozvinutých krajín OECD.

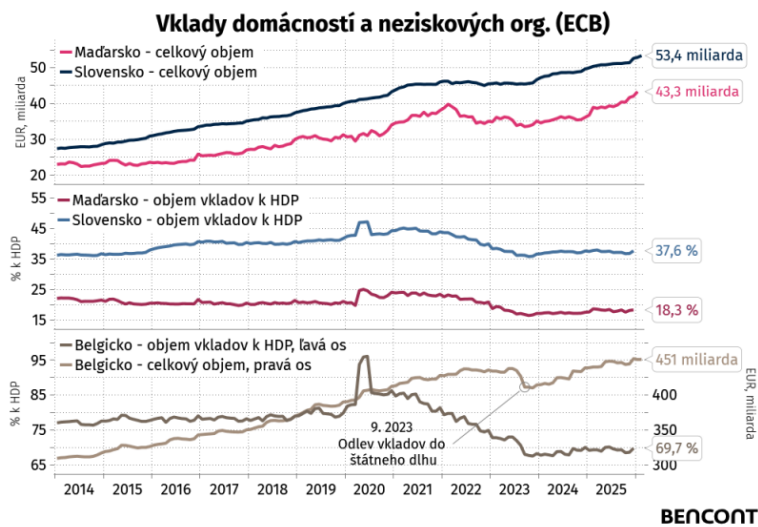
**Štruktúra držiteľov štátneho dlhu (zdroj: ÁKK, NBS)**



Slovensko po prijatí eura využíva predovšetkým prístup na medzinárodné finančné trhy v rámci eurozóny a retailové emisie zatiaľ predstavujú doplnkový nástroj financovania s podielom pod 2 %. Členstvo v eurozóne eliminuje kurzové riziko a zabezpečuje stabilnejší prístup k zahraničnému kapitálu. Naopak, Maďarsko čelí volatilita domácej meny a vyšším úrokovým sadzbám, čo zvyšuje význam retailových dlhopisov ako nástroja stabilizácie financovania. Zároveň však tento model viedol k vyšším nákladom financovania, keďže retailové dlhopisy často nesú prirážku vo výške približne 250 bázických bodov nad úrovňou inštitucionálnych emisií. V roku 2025 preto Maďarsko čiastočne reorientovalo svoju stratégiu späť na inštitucionálnych investorov.

## Vplyv financovania štátneho dlhu prostredníctvom domácností na bankový sektor

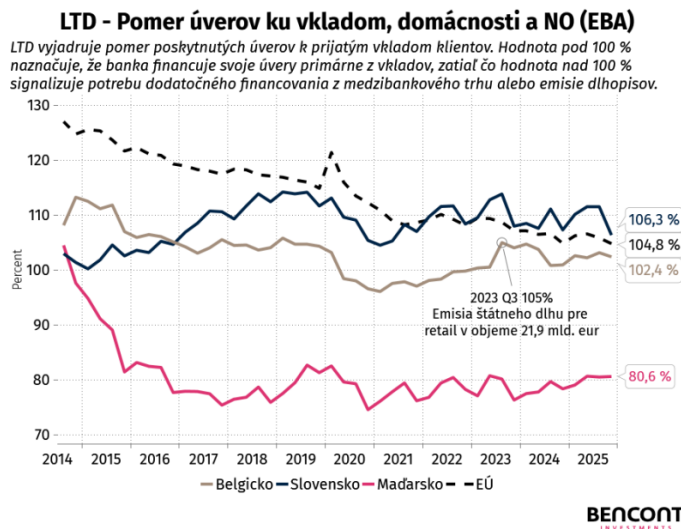
Presun úspor domácností z bankového sektora do štátnych dlhopisov predstavuje priamy zásah do depozitnej bázy bánk, ktorá je kľúčovým zdrojom stabilného financovania. Vývoj vkladov domácností naznačuje, že hoci v Maďarsku aj na Slovensku dochádza k dlhodobému rastu ich nominálneho objemu, ich relatívny význam v ekonomike sa vyvíja odlišne. Na Slovensku sa podiel vkladov domácností pohybuje na úrovni približne 35–45 % HDP, zatiaľ čo v Maďarsku je výrazne nižší, približne v rozmedzí 15–25 % HDP. Tento rozdiel je konzistentný s aktívnou politikou Maďarska zvyšovať podiel domácností na financovaní štátneho dlhu.



Výrazný príklad jednorazového odlivu depozít predstavuje Belgicko. V roku 2023 emitovalo štátne dlhopisy určené domácnostiam, pričom investori počas jedného týždňa nakúpili tieto nástroje v objeme 21,9 miliardy eur. Tento objem predstavoval približne 5 % bankových vkladov domácností a viedol k nárazovému zvýšeniu podielu domácností na držbe štátneho dlhu na približne 6 %. Pre porovnanie, slovenské emisie Dlhopisov pre ľudí v objeme 500 miliónov eur predstavujú menej ako 1 % vkladov domácností.

## Pomerové ukazovatele zdravia bankového sektoru

Kľúčovým ukazovateľom stability bankového sektora je pomer úverov k vkladom (loan-to-deposit ratio, LTD), ktorý zachytáva mieru závislosti bánk od depozitného financovania. V treťom štvrťroku 2023 došlo v Belgicku k jeho nárastu približne o 5 percentuálnych bodov v dôsledku poklesu objemu vkladov. Banky na tento vývoj reagovali zvýšením úrokových sadzieb na termínovaných vkladoch, ktoré vzrástli z približne 1,9 % v januári 2023 na približne 3,5 % v januári 2024, čím sa priblížili výnosom retailových štátnych dlhopisov. V roku 2024 však už ďalšia emisia retailových dlhopisov dosiahla podstatne nižší objem (400 miliónov eur), čo naznačuje, že bankový sektor sa dokázal na nové konkurenčné prostredie adaptovať.

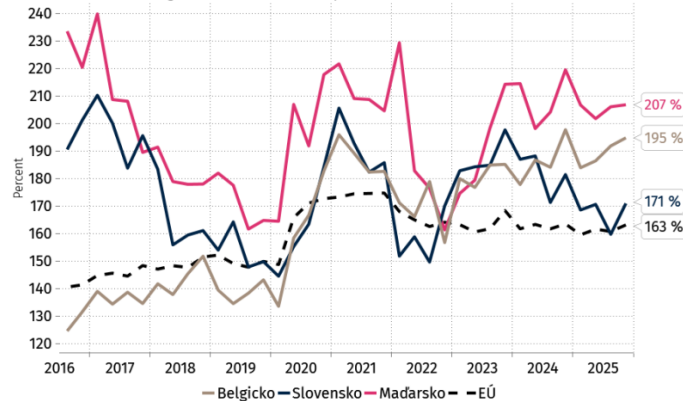


Na rozdiel od Belgicka sa Slovensko dlhodobo pohybuje v pásme LTD nad 100 % (aktuálne 106,3 %). Tento stav odráža silný dopyt domácností po úveroch, najmä hypotékach. Banky tak poskytujú úvery v objeme prevyšujúcom ich depozitnú bázu, pričom rozdiel financujú prostredníctvom iných zdrojov, napríklad vkladov podnikov alebo externého financovania. Emisia dlhopisov pre ľudí v roku 2025 aj v roku 2026 predstavovala menší objem ako 1 % vkladov domácností. Ak by však slovenská vláda pristúpila k masívnej emisii po vzore Belgicka a "vysala" by z bánk 5 % vkladov, slovenské LTD by teoreticky vzrástlo zo súčasných 106,3 % na 111 – 112 % pri nezmenenom objeme úverov. Pre slovenský bankový sektor by to znamenalo šok, na ktorý by reagovali buď zvýšením úrokov na vkladoch alebo pravdepodobnejšie obmedzením/zdražením nových úverov, keďže väčšia časť poskytnutých úverov by musela byť financovaná z iných zdrojov. Treba poznamenať, že v predpandemickom období bolo financovanie na medzibankovom aj dlhopisovom trhu výrazne lacnejšie ako dnes a rovnaký pomer LTD predstavuje inú mieru nákladnosti zdrojov pre banku.

Na opačnom konci spektra stojí Maďarsko s aktuálnym LTD na úrovni len 80,6 %. Na prvý pohľad ide o paradox, keďže maďarské domácnosti držia v štátnych dlhopisoch až 20 % svojich finančných aktív, čím štát masívne odčerpáva vklady z bánk. Dôvodom nízkeho LTD je slabá úverová aktivita, ktorá prevážila nad efektom poklesu vkladov. Vysoké úrokové sadzby maďarskej centrálnej banky (6,25 % v marci 2026) a historická opatrnosť spotrebiteľov spôsobili, že objem úverov (čitateľ) je v Maďarsku potlačený ešte viac než objem vkladov (menovateľ). Maďarský bankový systém je tak síce likviditne „uvoľnený“, no za cenu stagnujúceho trhu, na ktorom štát úspešne vytlačil komerčné banky z pozície primárneho správcu úspor obyvateľstva. Súčasná politika podpory retailových štátnych dlhopisov preto nepriamo prispieva k nižšej úverovej dynamike a konzervatívnejšiemu správaniu bánk, čo sa odráža v likviditných ukazovateľoch LCR a NSFR.

**LCR - Pomer likvidného krytia (EBA)**

LCR meria schopnosť banky odolávať krátkodobému nedostatku hotovosti. Vyjadruje pomer vysokokvalitných likvidných aktív k predpokladanému čistému odlevu peňazí počas 30-dňového stresového scenára. Regulácia Basel III stanovuje minimálnu hranicu 100 %.

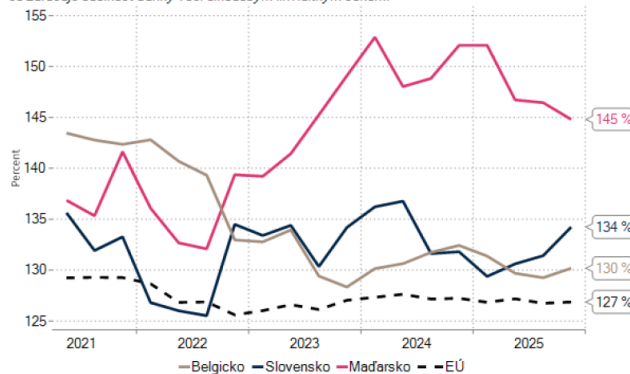


Ukazovateľ LCR (Liquidity Coverage Ratio) vyjadruje schopnosť bánk odolávať krátkodobým likviditným šokom. V Maďarsku sa LCR pohybuje na výrazne vyšších úrovniach (približne 200 %) ako na Slovensku (približne 170 %), pričom obe krajiny sa nachádzajú nad regulačným minimom. Vyššia hodnota LCR v Maďarsku naznačuje, že banky držia väčší objem vysoko likvidných aktív, čo je konzistentné s prostredím, v ktorom časť úspor domácností odteká mimo bankový sektor a banky na tento vývoj reagujú konzervatívnejším riadením likvidity.

Ak retailové štátne dlhopisy neodčerpávajú likviditu len dočasne, ale vedú k trvalej zmene štruktúry úspor domácností, problém sa presúva z oblasti krátkodobej likvidity do oblasti stabilného financovania. Tento aspekt zachytáva ukazovateľ NSFR (Net Stable Funding Ratio), ktorý meria stabilitu financovania dlhodobých aktív. Ku koncu roka 2025 dosahovalo Maďarsko vyššie hodnoty (približne 145 %) než Slovensko (približne 134 %), čo naznačuje robustnejšiu štruktúru stabilných zdrojov financovania v maďarskom bankovom sektore. Tento vývoj zároveň odráža nižší tlak na úverovú aktivitu a väčší dôraz bánk na likviditu a stabilitu.

**NSFR Pomer čistého stabilného financovania (EBA)**

NSFR meria schopnosť banky financovať svoje dlhodobé aktíva (napr. úvery) stabilnými zdrojmi (napr. vklady, vlastný kapitál). Regulácia Basel III stanovuje minimálnu požadovanú úroveň 100 %, čo zaručuje odolnosť banky voči dlhodobým likviditným šokom.




## Záver

Program Dlhopisy pre ľudí predstavuje v podmienkach Slovenska doplnkový, no z makrofinančného hľadiska stabilizačný prvok financovania štátneho dlhu. V súčasnej podobe sa jeho vplyv na finančný systém javí ako prevažne pozitívny, keďže prispieva k diverzifikácii investorskej bázy, ktorá podľa OECD znižuje volatilitu trhu v dôsledku vyššej tendencie retailových investorov držať dlhopisy do splatnosti. Objem emisií zatiaľ nepresahuje 1 % vkladov domácností, a preto nevyvoláva významný tlak na likviditu ani na úverovú aktivitu bankového sektora. Zároveň však, v súlade so zisteniami OECD, tieto programy stimulujú konkurenciu na trhu úspor a motivujú banky k rýchlejšiemu preceňovaniu vkladových sadzieb.

Medzinárodné skúsenosti naznačujú, že primeraná miera financovania štátu domácnosťami sa v krajinách OECD pohybuje približne na úrovni 5 % štátneho dlhu, pričom agregovaný podiel dosahuje okolo 10 %. Táto úroveň umožňuje dosahovať benefity diverzifikácie bez výrazného rizika destabilizácie bankového sektora alebo volatility dopytu, ktorý je pri retailových investoroch citlivý na úrokové sadzby. V slovenskom kontexte sa preto súčasná úroveň javí ako bezpečná a udržateľná, pričom pri výraznejšom raste by sa mohli prejaviť negatívne efekty v podobe odlevu vkladov a rastu nákladov financovania bánk. (fw)

## Kuba sa ocitla opätovne v kríze bez dodávok elektrickej energie a ropy.

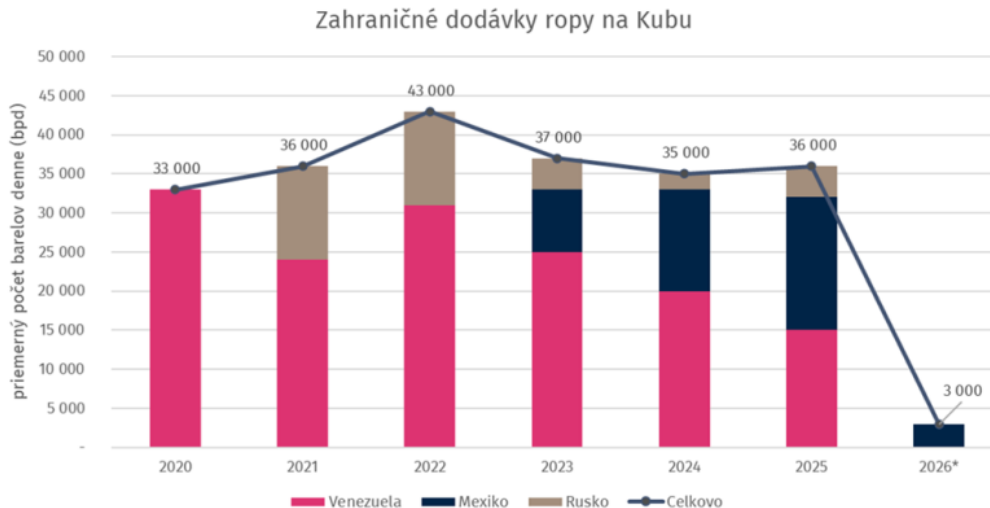
Súčasná hospodárska situácia na Kube v marci 2026 predstavuje stav systémového kolapsu hospodárstva, ktorý je dôsledkom nielen štrukturálnych problémov, ale aj geopolitických tlakov. Energetický systém prešiel v marci tromi totálnymi kolapsmi, naposledy 16. marca a následne 21. až 22. marca. Najaktuálnejší blackout zasiahol prakticky celú krajinu s približne 10 až 11 miliónmi obyvateľov, pričom po výpadku elektriny malo prístup k elektrine iba 5 % obyvateľov Havany.



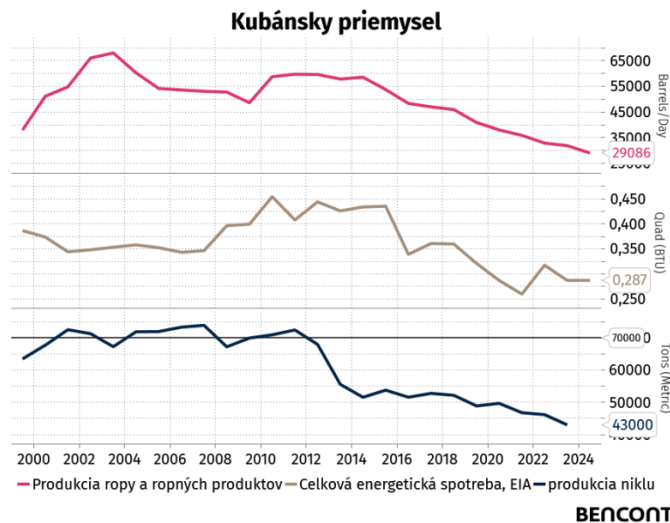
**Obyvateľstvo krajiny je vystavené plánovaným aj neplánovaným výpadkom elektriny v trvaní 12 až 18 hodín denne.**

Viac ako 80 % čerpadiel pitnej vody je závislých od elektrickej energie, čo počas blackoutov vedie k prerušeniu dodávok vody. Dôsledky sa prejavujú v zdravotníctve, kde dochádza k odkladaniu tisícov operácií, ale aj v masívnom znehodnocovaní potravín v domácnostiach aj v obchodoch. Nedostatok energie viedol k pozastaveniu prevádzky strategických závodov a k narušeniu služieb v cestovnom ruchu, ktorý tvorí až 13 % HDP.

Dôvodom, prečo dochádza k takýmto výpadkom elektrickej energie, je nedostatok ropy pre kubánske termoelektrické elektrárne (tvoria až 70 – 85 % celkovej výroby elektriny), ktoré na plnú prevádzku potrebujú približne 100 tis. barelov ropy denne. Domáca produkcia kedysi pokrývala až dve pätiny dopytu elektrární, avšak dnes je na úrovni len okolo 28 tis. barelov denne, avšak domáca ťažká ropa svojím vysokým obsahom síry spôsobuje koróziu a časté neočakávané poruchy. Väčšinu ropy krajina dovážala zo zahraničia, pričom najväčším partnerom bola práve Venezuela na úrovni priemerne 25 tis. barelov ropy denne. V poslednom období sa však väčším partnerom stalo Mexiko, pričom v roku 2025 dosahoval import až 17 tis. barelov ropy denne. Od začiatku roka, keď po americkej intervencii vo Venezuele a zadržaní prezidenta Madura došlo k okamžitému zastaveniu dotovaných dodávok ropy, sa situácia ďalej zhoršila. Následne ku koncu januára vláda USA zaviedla clá na krajiny dodávajúce ropu na Kubu, čo prinútilo Mexiko zastaviť export. Aktuálne sa od začiatku roka 2026 odhaduje, že Kuba má zo zahraničia k dispozícii približne len 3 tis. barelov ropy denne.



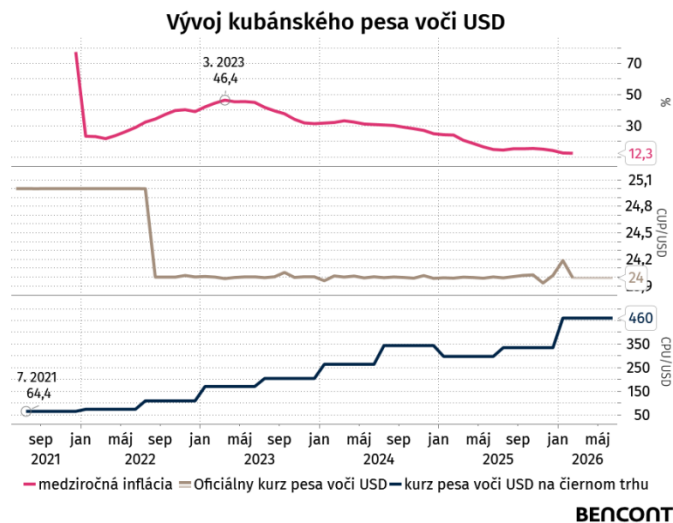
Zdroj: Kpler



Kuba dlhodobo prežíva stagnáciu vo všetkých segmentoch, čo je viditeľné aj na celkovej spotrebe energie krajiny. Kým v roku 2015 krajina spotrebovala 0,43 kvadrilióna BTU energie, dnes sa pohybuje len na úrovni približne 0,29 kvadrilióna BTU.

## Pre porovnanie, Slovensko spotrebuje 2,5-násobne viac energie ako súčasná Kuba.

Postupné štrukturálne problémy sa presúvajú aj do ťažkého priemyslu Kuby, pričom najvýraznejšie je to pozorovateľné na produkcii niklu, ktorý tvorí necelých 9,8 % exportu krajiny. Krajina kedysi produkovala v priemere približne 70-tisíc ton niklu ročne, zatiaľ čo dnes produkuje iba 43-tisíc ton. Do úzadia sa dostali všetky energeticky náročné segmenty krajiny, čo spôsobilo, že tabakový segment, ktorý patrí medzi ľahký priemysel, zaznamenal rast podielu na exporte krajiny. Kým v roku 2018 tvoril 20,3 % exportu krajiny, v roku 2024 už predstavuje až 43,2 % exportu krajiny.



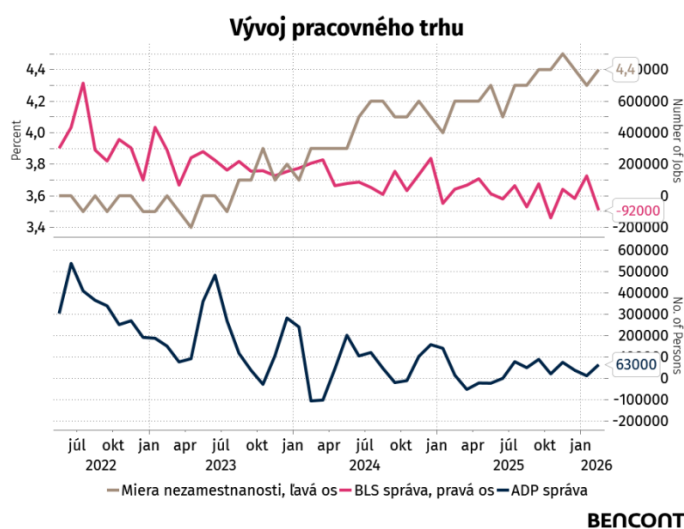
Medziročná inflácia v krajine podľa vládnych zdrojov aktuálne dosahuje iba 12,3 %, avšak súkromné odhady pracujú s hodnotou až 70 %, niektoré zdroje dokonca uvádzajú aj trojčifernú infláciu. Podobné znehodnocovanie meny môžeme pozorovať aj pri kurze kubánskeho pesa voči americkému doláru. Hoci centrálna banka Kuby dlhodobo udržiava fixný kurz CUP/USD na úrovni 24, pri pohľade na výmenný kurz na čiernom trhu vidíme, že kubánske peso výrazne oslabilo, pričom v júli 2021 bol kurz ešte 64,4 CUP/USD, zatiaľ čo dnes je na úrovni 460 CUP/USD.

Dôsledky aktuálnej situácie môžu naďalej podporovať masovú emigráciu obyvateľstva, pričom z Kuby medzi rokmi 2020 – 2024 emigrovalo 1,7 mil. obyvateľov, čo predstavuje stratu, ktorá sa následne prejavuje v nedostatku pracovnej sily v ekonomike, pričom primárne emigrujú mladí ľudia a osoby v produktívnom veku. Kubánci budú primárne smerovať do okolitých krajín, pričom najviac ich bude odchádzať do USA, Mexika, prípadne Brazílie. Na súčasnú situáciu reagujú aj zahraničné krajiny, či už dodávkami potravín z Číny a Brazílie, prípadne aj čínskou pomocou v hodnote 80 mil. USD. Následne na situáciu reaguje aj ruský tanker Anatoly Kolodkin, ktorému, ak sa mu podarí dostať cez blokádu US Navy, môže zásielka 730 – 750 tis. barelov ropy stabilizovať sieť krajiny na niekoľko týždňov. Aktuálne sa tanker nachádza v Sargasovom mori, pričom je ešte vzdialený od hlavného mesta Kuby, Havany, necelých 2 000 kilometrov. Blokáda US Navy primárne prebieha v Karibskom mori, Mexickom zálive, poprípade čiastočne zasahuje aj do Atlantiku. Vo vzduchu visí otázka dlhodobej stability elektrickej siete, ak by sa Kuba dostala do dlhodobého blackoutu, mohli by sme v najbližších mesiacoch pozorovať rast nepokojov alebo zhoršenie stability krajiny a vládnej moci. (mmm)

## Vývoj amerického trhu práce

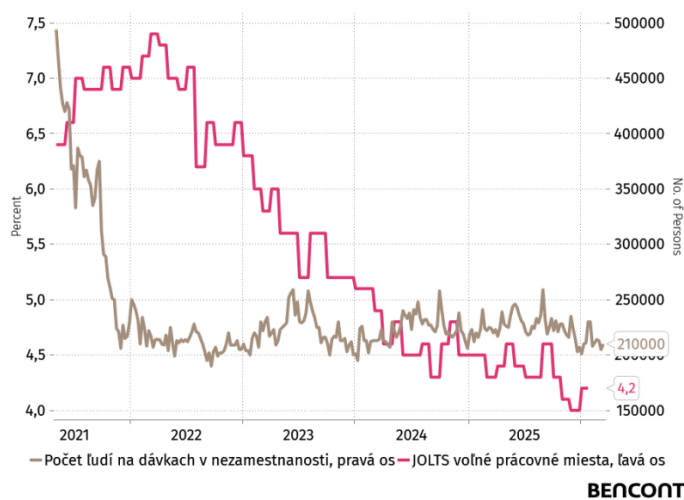
Podľa poslednej správy o zamestnanosti ADP pridala americká ekonomika vo februári celkovo 63 000 pracovných miest. Tento údaj je v ostrom rozpore s dátami, ktoré poskytol americký Úrad

pre štatistiku práce (BLS). Podľa BLS totiž americká ekonomika vo februári stratila 92 000 pracovných miest, pričom očakávania sa pohybovali na úrovni prírastku približne 60 000. Pokles zamestnanosti má byť dôsledkom zvýšeného počtu štrajkov v zdravotníckom sektore, nepriaznivého počasia a celkového úbytku pracovnej sily naprieč rôznymi odvetviami. Hlavný dôvod prečo sa, ale tieto údaje líšia je metodika ich výpočtu. Zatiaľ čo BLS používa takzvaný referenčný týždeň, v ktorom ak zamestnanec v danom týždni neodpracoval ani jednu hodinu a nedostal za ňu zaplatené, tak BLS ho započítava ako stratu pracovného miesta. Na druhej strane ADP správa sleduje, či je zamestnanec stále vedený v evidencii. Takisto kontrastom môže byť, že BLS sleduje celkovú zamestnanosť vládneho aj súkromného sektora, zatiaľ čo ADP sleduje len súkromný sektor. Na prvý pohľad môže ísť o sezónnu zmenu, ktorá po skončení štrajkov pomínie. Sektor zdravotnej starostlivosti a sociálnej pomoci však v minulom roku zaznamenal najväčší prírastok naprieč odvetviami. Celkovo americká ekonomika v minulom roku pridala 181 000 miest, no bez sektora zdravotnej starostlivosti a sociálnej pomoci by v skutočnosti zaznamenala stratu. Hoci sa americké hospodárstvo zdalo v minulom roku stabilné, realita môže byť oveľa krehkejšia, ak začne strácať aj sektor zdravotníctva a sociálnej pomoci. Pri bližšom pohľade na správu ADP vidíme, že prírastky zdravej ekonomiky by sa mali na týždennej báze pohybovať okolo 25 000. V súčasnosti však zaznamenávame ochladenie, od polovice decembra nedokázal americký súkromný sektor pridať týždenne viac ako 15 500 pracovných miest, pričom v posledných týždňoch sa toto číslo pohybuje okolo 10 000. V danom kontexte pôsobí tento údaj alarmujúco a jasne ilustruje dynamiku trhu: americké firmy nie sú ochotné prijímať nových zamestnancov a orientujú sa skôr na efektívitu a šetrenie nákladov.

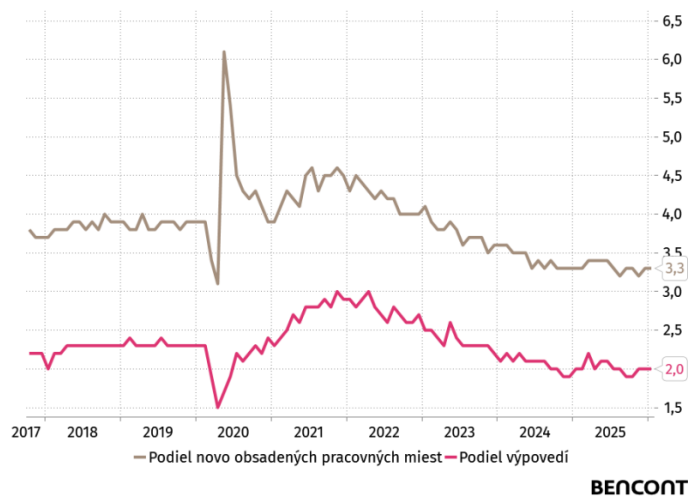


Na druhej strane pozorujeme stabilný počet žiadateľov o podporu v nezamestnanosti. Podľa

správy z 26. marca 2026 dosiahol počet ľudí žiadajúcich o dávky úroveň 210 tisíc. Takisto správa JOLTS ukazuje stabilný podiel voľných pracovných miest na úrovni 4,2 %. JOLTS meria počet neobsadených pracovných miest v ekonomike. Ak je toto číslo nízke, firmy nové miesta netvoria a smerujú do recesie. Ak je naopak vysoké, dopyt po práci prevyšuje ponuku, čo vedie k inflačnej špirále zvyšujúcej mzdy.



Na prvý pohľad pozorujeme medzi dátami jasnú divergenciu. Zatiaľ čo údaje o celkovej zamestnanosti naznačujú slabnúci trend, dáta o podpore v nezamestnanosti a voľných pracovných miestach vykazujú stabilitu. Pracovný trh sa tak nachádza v prechodnej fáze, kedy firmy nových pracovníkov nenaberajú, no zároveň ani neprepúšťajú. Namiesto toho čakajú na ďalšie kroky centrálnej banky, ktorá môže jasne udať smer budúceho ekonomického vývoja. Tento stav potvrdzuje aj celkový rast nezamestnanosti, noví uchádzači si na trhu nevedia nájsť uplatnenie a zamestnaní ľudia sú pre strach z neistoty veľmi neochotní meniť prácu. Tento jav ilustruje aj podiel výpovedí a novo obsadených pracovných miest, ktoré sú v dlhodobom klesajúcom trende a dosahujú hodnoty 2 %, resp. 3,3 %.

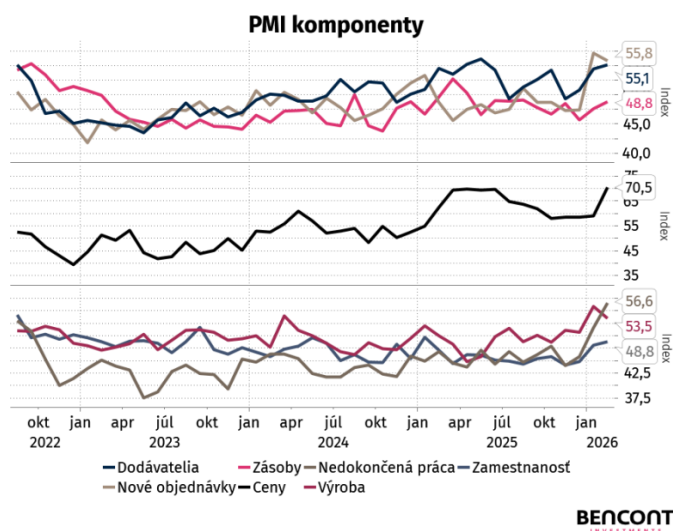


Do hry vstupuje aj výhľad centrálnej banky, ktorej zníženie úrokových sadziieb by pomohlo pracovnému trhu a zmenilo tak momentálny úsporný režim na expanzívny scenár. Tento fenomén by sme mohli interpretovať nasledovne: „Pracovný trh čaká na rozhodnutie FED-u, zatiaľ čo FED čaká na pokles inflácie pod 2 %.“

Zvládnutie inflácie a následný možný pokles úrokových sadziieb nemusí byť v kontexte budúceho rastu pracovného trhu vnímaný až tak optimisticky. Ak sa FED-u podarí stlačiť infláciu pod 2 %, úrokové sadzby budú musieť zostať nad touto úrovňou, aby bol zohľadnený reálny výnos z dlhopisov. Ak by sadzby zostali dlhodobo nad úrovňou inflácie, firmy by pri refinancovaní svojich úverov čelili výrazne zvýšeným nákladom. Objem CRE úverov (komerčných nehnuteľností) so splatnosťou v priebehu roka 2026 sa odhaduje na 930 miliárd dolárov, pričom ich priemerná úroková sadzba sa v súčasnosti pohybuje okolo 3 % až 4 %. Táto skutočnosť môže zohrať kľúčovú úlohu pri ďalšom vývoji trhu práce, na ktorom sa môže súčasný efekt „vyprázdňovania“ ešte výraznejšie prehĺbiť. Ak sa totiž firmám zdvojnásobia úrokové náklady, jediným variabilným nákladom, ktorý dokážu v krátkom období ovplyvniť, je pracovná sila, čo by viedlo k prepúšťaniu. Pokles sadziieb teda nemusí mať želaný účinok; naopak, môže firmám „otvoriť oči“ v tom, aby sa nespoliehali na návrat sadziieb k nule.

„Vyprázdňovací efekt“ sa naplno prejavuje už v súčasnosti a najbližšie ho môžeme pozorovať na indexe nákupných manažérov (PMI). PMI v januári a februári zaznamenal rast z decembrových 47,9 na 52,6, resp. 52,4 bodov. Za týmto rastom však stojí skôr špekulatívny a obranný charakter než reálne posilnenie americkej ekonomiky. Hoci firmám v januári

a februári rástol počet nových objednávok, tento trend nie je hnaný expanzívnou snahou, ale predzásobovaním sa. Ak zákazníci očakávajú rast cien, logicky sa snažia predzásobiť. Na druhej strane rastie objem nedokončenej práce, čo umocňuje fakt, že firmy sa s rovnakými alebo menšími výrobnými faktormi snažia dosiahnuť rovnakú produktivitu, ide o „hru na efektivitu“, kde majú jeden stroj a jeden zamestnanec vyrobiť viac. V neposlednom rade si treba všimnúť vývoj zásob, ktoré zaznamenávajú kontrakciu. Hoci sa firmy predzásobujú, ich zásoby nerastú a držia sa pod úrovňou 50 bodov. Dôvodom je zhoršenie dodávateľských reťazcov, ktorého hodnota dosiahla 55,1 bodov. Firmy teda nakupujú tovar do zásob, no v skutočnosti ho rýchlo vyčerpávajú pre spomalené dodávky. Celý tento vývoj uzatvára zmena v očakávaných cenách, ktoré vyskočili z februárových 59 na 70,5 bodov. Takýto skok je pre ekonomiku alarmujúci a predstavuje hlavný motor súčasného indexu PMI. Ak firmy očakávajú vyššiu infláciu, je logické, že priemysel bude v krátkodobom horizonte vykazovať vysokú aktivitu, aby využil posledné nižšie ceny. Ak však ceny o infláciu skutočne narastú, celý index nákupných manažérov sa môže opäť prepadnúť pod hranicu 50 bodov.



## Výhľad

Ako sme už spomínali, vývoj trhu práce má v rukách FED a jeho budúce rozhodnutia o úrokových sadzbách. Ak FED pristúpi k agresívnemu znižovaniu sadzieb, môže to trh práce posilniť. Treba si však uvedomiť, že súčasná miera nezamestnanosti je na úrovni 4,4 %. Ak by FED začal dramaticky uvoľňovať menovú politiku už teraz, vyčerpá by svoj stimulačný potenciál v čase relatívne nízkej nezamestnanosti. V prípade, že by nezamestnanosť začala neskôr prudko rásť pri už aj tak nízkych sadzbách, možnosti centrálnej banky by boli značne obmedzené.

Na druhej strane, ak by FED z obáv pred vyššou infláciou sadzby zvyšoval, mohlo by to trh práce úplne položiť. Zo súčasného stavu „nízkych náborov a prepúšťania“ by sme sa mohli rýchlo dostať do fázy „žiadnych náborov a masívneho prepúšťania“. Dôležitým faktorom je aj otázka, do akej miery ovplyvnil rast cien v indexe PMI konflikt na Blízkom východe. Ten vypukol 28. februára 2026, pričom správa PMI bola zverejnená až 2. marca 2026. Dosah konfliktu sa teda v dátach nemusel prejaviť v plnej miere a skutočnosť môže byť horšia. V takom prípade by mohol index PMI krátkodobo vykazovať veľmi vysokú aktivitu poháňanú predovšetkým extrémnym rastom cien. Tento efekt by podporil scenár, v ktorom by sa FED musel vrátiť k postupnému zvyšovaniu úrokových sadzieb. Ďalším dôležitým indikátorom, ktorý bude v najbližšom období potrebné sledovať, je „Sahmovo pravidlo“. To sleduje trojmesačný kľzavý priemer miery nezamestnanosti, ak tento priemer vzrastie o 0,5 percentuálneho bodu oproti svojmu minimu za posledných 12 mesiacov, signalizuje to príchod recesie. Historicky sa toto pravidlo ukázalo ako veľmi spoľahlivé, zatiaľ čo oficiálne vyhlásenie recesie úradom NBER môže trvať mesiace, Sahmovo pravidlo ju identifikuje takmer okamžite. Jeho aktivácia by naznačovala, že pokles na trhu práce je už nezvratný a prichádza lavínovito. (mš)

## El Niño 2026 – Dopad na poľnohospodárske komodity: Palmový olej, Pšenica, Sója, Kakao

V klimatológii rozlišujeme tri hlavné fázy: El Niño predstavuje obdobie zvýšeného tepla, La Niña obdobie zvýšeného chladu a ENSO-neutrál tvorí stred medzi týmito dvoma extrémami – pričom konkrétne prejavy každej fázy závisia od geografickej polohy. Od konca roka 2024 pretrvával slabé obdobie La Niña, ktorý sa začiatkom roka 2026 rozpadá a klimatický systém prechádza do ENSO-neutrálnej fázy. Svetová meteorologická organizácia (WMO) odhaduje pravdepodobnosť tejto fázy v období apríl – jún 2026 až na 70%.

**Národný úrad pre oceán a atmosféru (NOAA)  
predikuje počiatok fenoménu El Niño v mesiacoch  
jún – august 2026 s pravdepodobnosťou až 62%.**

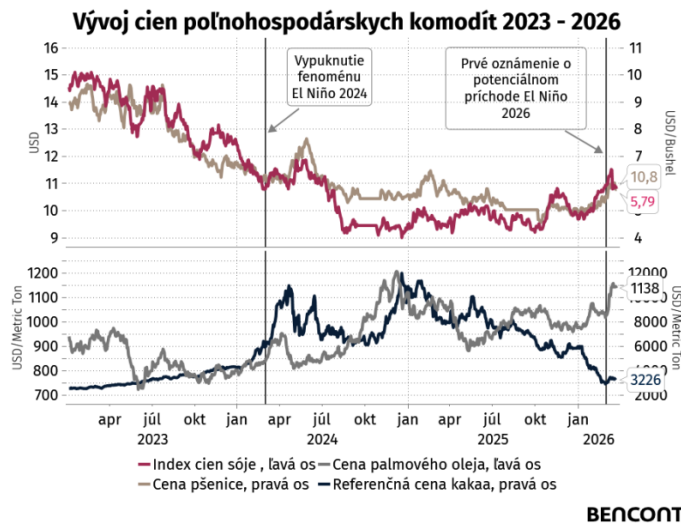
Posledné zaznamenané El Niño prebehlo v rokoch 2023–2024 a zaradilo sa medzi päť najsilnejších udalostí tohto typu v histórii, s výraznými dopadmi na globálne poľnohospodárske

komoditné trhy. Prúd El Niño mení polohu zrážkových pásiem a v niektorých regiónoch spôsobuje sucho (Juhovýchodná Ázia, Austrália), zatiaľ čo v iných vyvoláva nadmerné zrážky (časti Južnej Ameriky a Afriky). Dôsledkom týchto podmienok bol významný pokles úrody pšenice v Indii, Číne a Austrálii. Negatívne boli ovplyvnené aj globálne exporty palmového oleja z Indonézie a Malajzie, čo spôsobilo výrazný rast cien tejto komodity. Čiastočným beneficentom fenoménu sa stala Argentína, kde El Niño vytvoril priaznivejšie podmienky pre pestovanie sóje a jej úroda vzrástla medziročne až o 55%. Naopak, hlavný svetový producent sóje – Brazília – zaznamenala mierny pokles úrody o 5%.

Dôsledky El Niño sa však naplno prejavili aj v štruktúre globálnej produkcie kľúčových plodín. Nasledujúca tabuľka zobrazuje najväčších producentov palmového oleja, pšenice a sóje a ich podiel na svetovej produkcii, čo ilustruje mieru koncentrácie rizika v niekoľkých regiónoch.

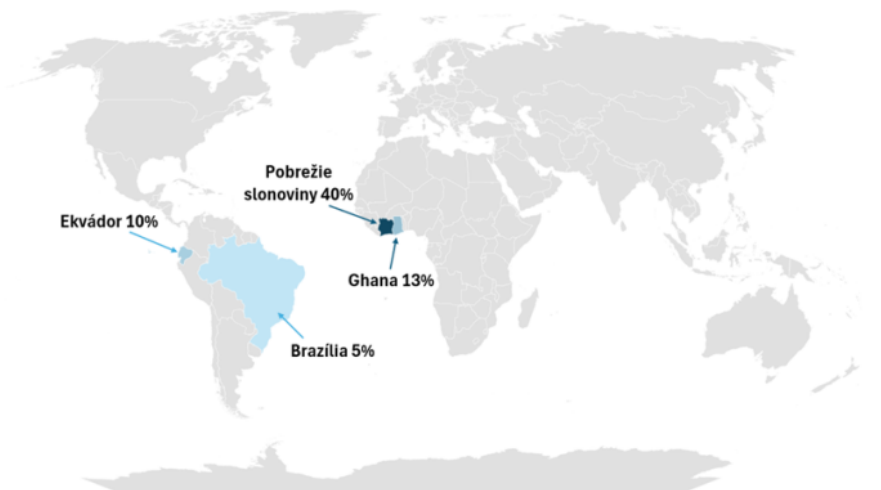
Top producenti vybraných poľnohospodárskych komodít					
Palmový olej		Pšenica		Sója	
Krajina	Podiel (%)	Krajina	Podiel (%)	Krajina	Podiel (%)
Indonézia	58%	EÚ	17%	Brazília	42%
Malajzia	25%	Čína	17%	USA	27%
Thajsko	4%	India	14%	Argentína	11%
		Rusko	11%		
		USA	6%		

Najviac ovplyvnenou komoditou počas El Niño v roku 2024 sa stalo práve kakao. Nepriaznivé klimatické podmienky spôsobili viac ako zdvojnásobenie cien za menej ako jeden rok. Išlo o jeden z najrýchlejších cenových nárastov v histórii tejto komodity. Ceny v priebehu roka zaznamenali tri výrazné vlny rastu cien, ktoré odrážali postupné prehodnocovanie trhových očakávaní v reakcii na zhoršujúce sa produkčné správy. Na časovom rade cien hlavných poľnohospodárskych komodít je zreteľný odklon vývoja kakaa od pšenice, sóje a palmového oleja, ako aj nárast volatility po ohláseniach súvisiacich s El Niño 2024 a potenciálnym El Niño 2026.



Ťažiskom problému bola hlavne geografická poloha produkcie kakaa. Fenomén El Niño zasiahol predovšetkým Ghanu a Pobrežie Slonoviny, čo sú dve najvýznamnejšie svetové dodávateľské krajiny zo Západnej Afriky, kde panovalo intenzívne suchô s výrazne nízkym počtom zrážok. Keďže Západná Afrika ako celok tvorí až tri štvrtiny celkovej svetovej produkcie kakaa, akýkoľvek výpadok v tomto regióne sa okamžite premieta do globálnej ponuky. Nasledujúca mapa znázorňuje podiel vybraných krajín na svetovej produkcii kakaa a ukazuje, prečo sú výpadky v Západnej Afrike pre trh tak kritické.

**Podiel vybraných krajín na svetovej produkcii kakaa**

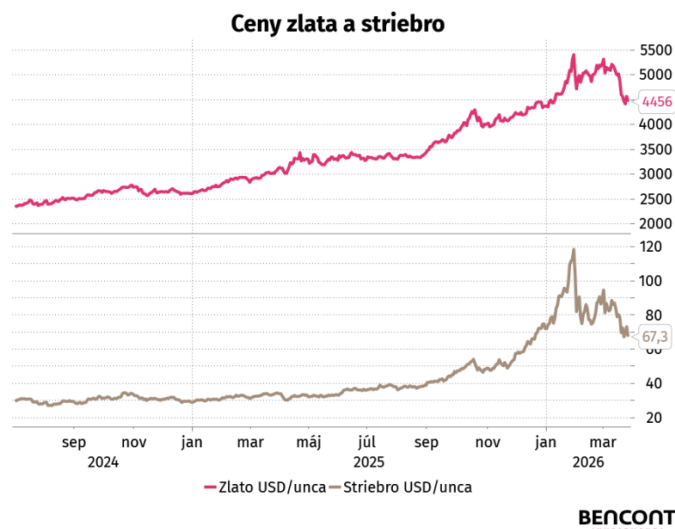


V širšom globálnom kontexte predstavuje El Niño výraznú hrozbu pre potravinovú infláciu. Jeho dopady sú najcitelnejšie v rozvíjajúcich sa ekonomikách, kde štúdie potvrdzujú dlhodobé hospodárske straty pretrvávajúce ešte roky po skončení fenoménu. Po oznámeniach zo strany WMO a NOAA, že El Niño má v roku 2026 vysokú pravdepodobnosť výskytu, pozorujeme zvýšenú volatilitu na trhoch so spomínanými poľnohospodárskymi komoditami.

Ak sa predpovede na rok 2026 naplnia, prúd El Niño opäť posilní tlak na ceny vybraných poľnohospodárskych komodít. Pšenica a palmový olej by mohli byť vplyvom sucha a znížených úrod vystavené výraznému cenovému tlaku. Sója pravdepodobne zostane v stabilnejšom režime vďaka priaznivejším zrážkovým podmienkam v kľúčových produkčných oblastiach. Kakao zostáva vysoko volatilným sektorom s rizikom ďalšieho rastu cien pri akýchkoľvek produkčných výpadkoch v Západnej Afrike. (lg)

## Dôvody poklesu cien zlata a striebra

Koncom januára zaznamenali drahé kovy korekciu zo svojich historických maxím. Zlato, ktoré 29. januára 2026 dosiahlo vrchol na úrovni 5 595,47 USD za uncu, odvtedy oslabilo o 17 % a k 20. marcu 2026 sa obchoduje za približne 4 640 USD. Podobný scenár postihol aj striebro, ktorého prepad je však ešte dramatickejší. Po dosiahnutí rekordu 121,65 USD v rovnaký deň klesla jeho cena o 41 % na súčasných 71,65 USD za uncu. Mnohých investorov preto prirodzene zaujímajú príčiny tohto poklesu, ako aj ďalší výhľad pre tento segment.



### Úrokové sadzby

Zlato a striebro radíme medzi drahé kovy, ktorých primárnou investičnou funkciou je uchovanie hodnoty. Napriek súčasnému geopolitickému napätiu a globálnej nestabilite však obe komodity

zaznamenali pokles. Jedným z hlavných dôvodov je zmena očakávaní v oblasti úrokových sadziieb. Zatiaľ čo po finančnej kríze v roku 2008 sa sadzby pohybovali blízko nuly a štátne dlhopisy, ako jedno z najbezpečnejších aktív, ponúkali len minimálne výnosy, investori vtedy uprednostňovali rastový potenciál komodít a akcií. Súčasnosť však ukazuje, že dlhopisový trh sa zotavuje a od roku 2022 sú jeho výnosy opäť konkurencieschopné. Pretrvávajúci konflikt na Blízkom východe navyše opätovne otvoril debatu o možnom zvyšovaní úrokových sadziieb, ktoré vykazujú silnú koreláciu s výnosmi štátnych dlhopisov. Investori preto môžu uprednostniť predaj zlata v prospech bezpečných amerických vládnych dlhopisov, ktoré pri 10-ročnej splatnosti aktuálne ponúkajú výnos na úrovni 4,26 %.

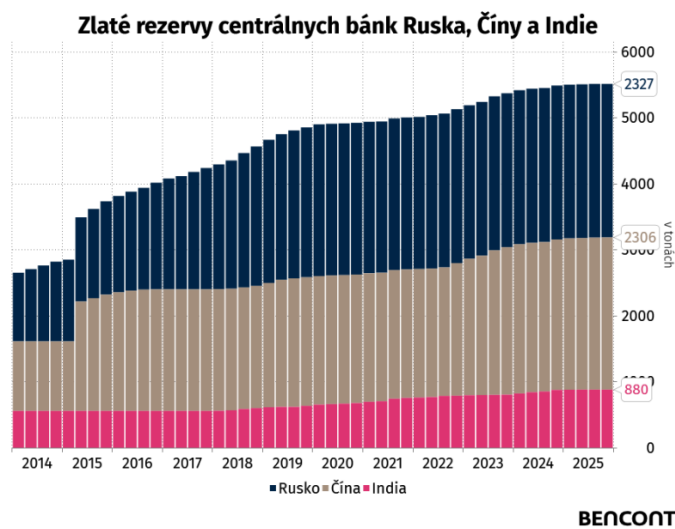


## Silný dolár

Mechanika úrokových sadziieb ovplyvňuje rovnakým spôsobom aj americký dolár. Zmena očakávaní v oblasti inflácie a prísnejšej menovej politiky totiž robí z dolára atraktívnejšiu a silnejšiu menu. Ak sa Federálny rezervný systém namiesto avizovaného znižovania rozhodne úrokové sadzby ponechať na súčasnej úrovni alebo ich dokonca zvýši, vyšle tým jasný signál k ďalšiemu posilneniu meny. Keďže sú zlato a striebro na globálnych trhoch kótované práve v USD, silnejší dolár ich hodnotu prirodzene oslabuje. Pre držiteľov iných mien sa tieto komodity stávajú drahšími, čo následne vedie k poklesu celkového dopytu.

## Cyklus zlata

V roku 2015 dosiahlo zlato svoje cyklické dno na úrovni 1 050 USD za uncu. Medzi rokmi 2015 a 2018 sa jeho cena pohybovala skôr do strany, čo bolo dôsledkom prísnejšej menovej politiky spojenej so zvyšovaním úrokových sadziieb a redukciou súvahy FED-u. Zlom nastal v septembri 2019, keď americký finančný systém zasiahli otrasy na trhu REPO sadziieb. Tieto turbulencie prinútili FED ukončiť kvantitatívne ťahovanie a opätovne naštartovať proces kvantitatívneho uvoľňovania. Následné oslabenie dolára priamo úmerne podporilo rast cien drahých kovov. Tento trend ešte viac umocnili rozhodnutia centrálnej banky počas pandémie, rast peňažnej zásoby a nulové úrokové sadzby hnali ceny zlata nahor. Hoci od marca 2022 FED pristúpil k agresívnemu zvyšovaniu sadziieb a znižovaniu súvahy, čím hrali alternatívne náklady jasne v prospech dlhopisov, zlato si svoju pozíciu udržalo. Aj v roku 2023, napriek vysokým úrokovým sadzbám, pokračovalo v posilňovaní. Vrchol prišiel v roku 2025, keď zlato zaznamenalo svoj historicky najsilnejší výkon od roku 1979 s nárastom o 65 % až 70 %. Napriek silnému doláru a reštriktívnej politike od roku 2022 ťažilo zlato najmä z aktivity centrálnych bánk. Tie sa zbavovali dolárových devízových rezerv kvôli sankciám západných krajín voči Rusku, ktoré zmrazili ruské aktíva. Ekonomiky ako Čína, India a Turecko si uvedomili, že aktíva držané v dolároch môžu byť pri geopolitických nezhodách kedykoľvek zmrazené a preto začali masívne nakupovali drahý kov. Najväčšími kupcami sa stali centrálné banky Číny a Indie, ktoré do svojich rezerv v posledných rokoch pridali celkovo 800 až 1 000 ton zlata.



## Cyklus striebra

Striebro a zlato sú pružne prepojené a ich cykly spolu hlboko súvisia, avšak striebro je volatilnejšie z dôvodu menšieho a plyššieho trhu a priemyselného spracovania.

## Možný výhľad

V súčasnosti prechádzajú zlato aj striebro fázou korekcie, pričom kľúčovým faktorom zostáva neistý vývoj na dlhopisovom trhu a postavenie dolára v globálnej ekonomike. Situáciu navyše komplikuje neutíchajúce napätie na Blízkom východe. Ak by ceny energií opätovne naštartovali infláciu a vynútili si ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb, drahé kovy by pravdepodobne pokračovali v poklese kvôli atraktívnejším výnosom na dlhopisoch.

Na druhej strane, ak sa geopolitické riziká zmiernia, do popredia vystúpi stav americkej ekonomiky, ktorá aktuálne čelí postupnému nárastu nezamestnanosti. V takom prípade by FED mohol reagovať agresívnejším znižovaním sadzieb, čo by stlačilo výnosy dlhopisov nadol a oslabilo dolár. Tento scenár by vytvoril ideálne podmienky pre opätovný rast cien zlata a striebra. (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

Ladislav Gembeš

Maroš Šery

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.*