

Trh s nehnuteľnosťami vo Fínsku

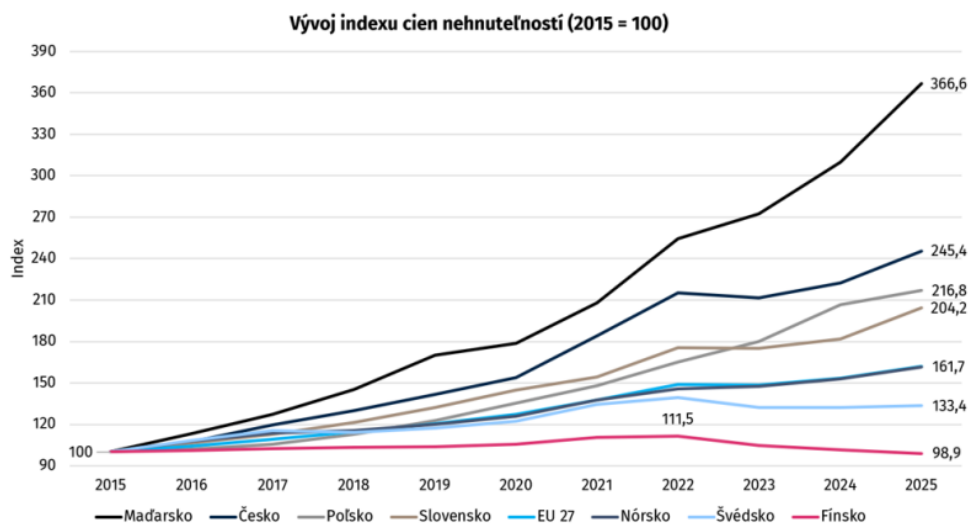
Ceny nehnuteľností vo Fínsku klesajú už niekoľko rokov po sebe, pričom tamojší realitný trh zostáva pod tlakom. Americký dolár opäť silnie voči euru. Aké sú hlavné faktory vývoja? Inflácia v USA opäť rastie. Ako AI nadhodnocuje zisky spoločností v indexe S&P 500? Zatiaľ čo Európa v podnikateľskej aktivite skôr stagnuje, USA a Japonsko si podľa indexov PMI udržiavajú stabilnejší rast. Ropa naďalej klesá na cene pričom konečná dohoda o miery na Blízkom východe zatiaľ nikde. Ako skončilo Slovensko v medzinárodnom rebríčku konkurencieschopnosti?



Keď sa bežne hovorí o vývoji cien nehnuteľností v Európe za posledných 10 rokov, väčšinou sa spomína obdobie výrazného rastu. Príkladom je vývoj od roku 2015, keď ceny nehnuteľností v EÚ vzrástli v priemere o 61,7 %. V niektorých krajinách bol rast mimoriadne výrazný, napríklad v Maďarsku dosiahol až 266,6 %. Na Slovensku ceny nehnuteľností za rovnaké obdobie vzrástli o 104,2 %, pričom výrazný rast zaznamenali aj ostatné krajiny V4. Kým ceny nehnuteľností v krajinách V4 rástli výrazne, škandinávске krajiny zaznamenali miernejšiu dynamiku. V Nórsku bol rast približne na úrovni priemeru EÚ, vo Švédsku dosiahol 33,4 % a vo Fínsku bol dokonca zaznamenaný pokles o 1,1 %.

Fínsky realitný trh zažíva od roku 2022 prepád, ktorý predstavuje najdlhšie trvajúcu recesiú

v tomto sektore od začiatku merania v roku 1947. Ak by sme do nominálneho poklesu započítali aj kumulovanú infláciu vo výške 32,7 %, ceny nehnuteľností v reálnom vyjadrení by sa prepadli takmer o 25,5 %. Dynamika zmien cien sa pritom výrazne líši v závislosti od lokality a typu nehnuteľnosti. Zatiaľ čo celonárodný priemer cien starších bytov v 4Q 2025 medziročne klesol o 2,85 % na priemerných 2 487 EUR/m², ceny nových bytov naopak vzrástli o 2,81 % na 5 093 EUR/m².



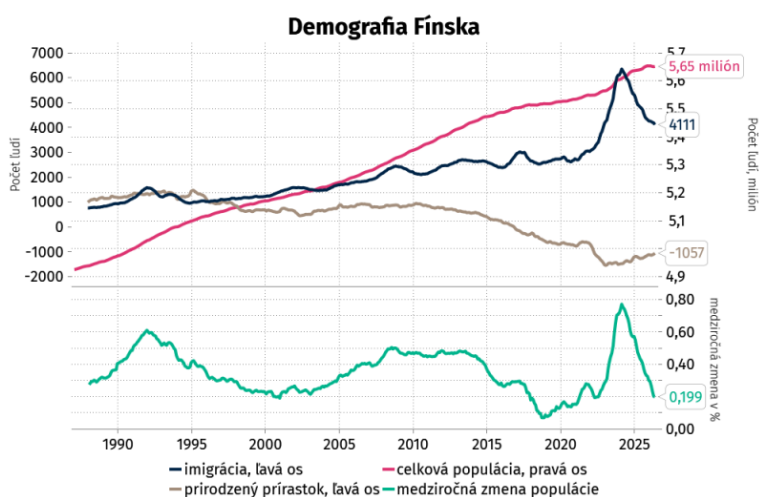
Fínske nehnuteľnosti strácajú na hodnote

Metropolitná oblasť Helsínk si zachováva cenovú prémiiu, no zároveň čelí najväčšiemu tlaku vyplývajúcej z nadmernej ponuky. Priemerná cena starších bytov v 4. štvrťroku 2025 dosiahla 4 434 EUR/m². Napriek medziročnému poklesu cien starších bytov o 3,21 % a poklesu cien nových bytov o 0,84 % na úroveň 6 514 EUR/m² sa dopyt postupne oživuje. Dokazuje to nárast počtu transakcií o 12,95 % v roku 2025. Mestá v blízkosti Helsínk zaznamenali odlišný vývoj. Espoo patrilo medzi mestá s najvyšším nárastom likvidity, keď objem predajov medziročne vzrástol o 16,35 %. Naopak, Vantaa patrí medzi mestá s najvýraznejším poklesom cien za posledné tri a pol roka, čo je dôsledkom masívnej výstavby malých bytov v predchádzajúcich obdobiach. V mestách mimo hlavného mesta je cenový vývoj stabilnejší vďaka nižšiemu objemu novej výstavby a špecifickým lokálnym faktorom. Aktuálne najstabilnejšie veľké mesto Oulu zaznamenalo v roku 2025 najmenší pokles cien a prudký nárast transakčnej aktivity o 16,6 %. Univerzitné mestá ako Tampere a Turku zároveň vykazujú vysokú obsadenosť nájomných bytov, konkrétne 97 % v Tampere a 95 % v Turku, čo začína stabilizovať aj predajné ceny.

Na vidieku a v menších priemyselných mestách na severe a východe krajiny sa trh prakticky zastavil. Keďže sa v týchto regiónoch realizuje len veľmi málo transakcií, chýbajú spoľahlivé údaje o cenách. Tieto regióny preto často „vypadávajú“ z cenových indexov, čo môže umelo

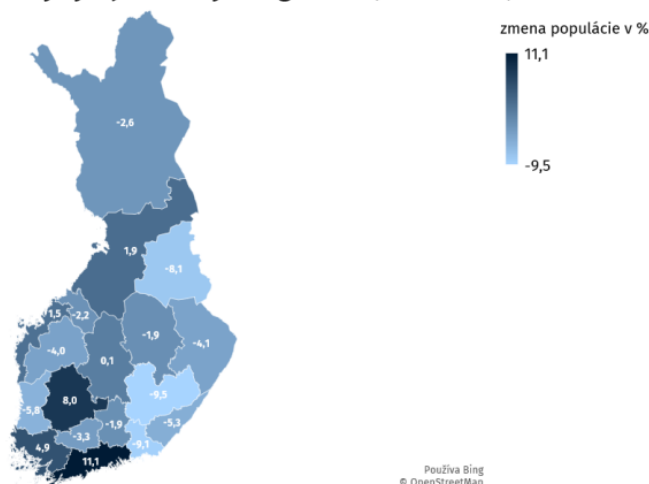
zvyšovať celonárodný priemer. V roku 2026 tak môžu indexy vykazovať mierny nárast, ktorý však bude ťahaný výlučne transakciami vo väčších mestách, ako sú Helsinki, Tampere či Oulu.

Ak sa pozrieme na dlhodobejšie faktory ovplyvňujúce vývoj realitného trhu, jedným z najdôležitejších je rast populácie. Hoci počet obyvateľov Fínska naďalej rastie a k aktuálnemu mesiacu sa zvýšil o 0,2 %, tempo rastu sa výrazne spomaľuje. Fínsko od roku 2015 zaznamenáva prirodzený úbytok obyvateľstva, pričom aktuálne mesačne prichádza približne o 1 000 až 1 100 obyvateľov v dôsledku vyššieho počtu úmrtí než narodení. Celkový rast populácie je preto kompenzovaný najmä imigráciou, ktorá sa aktuálne pohybuje okolo 4 100 osôb mesačne. Imigrácia však po roku 2024 výrazne slabne, čo mohlo súvisieť aj s prepadom rezidenčnej výstavby zo 7,6 % na 4,6 %. Tento vývoj viedol k strate tisícov pracovných miest, najmä v manuálnych profesiách, ktoré sú často obsadzované imigrantmi.



BENCONT
INVESTMENTS

Demografický vývoj vo fínskych regiónoch (2015 – 2025)



Keď sa však pozrieme na demografický vývoj podľa regiónov a zmeny populácie medzi rokmi

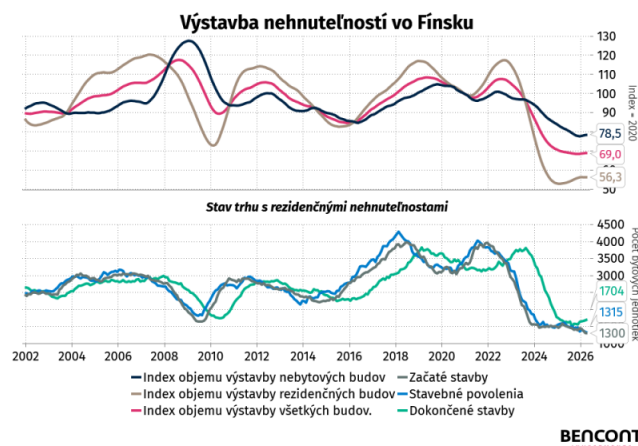
2015 a 2025, môžeme vidieť, že región hlavného mesta zaznamenal najväčší prírastok obyvateľstva, a to až o 11,1 %. Prognózy do roku 2045 zároveň predpokladajú, že populácia v tejto oblasti presiahne 1,5 milióna obyvateľov, čo predstavuje nárast o viac ako 23 % v porovnaní s rokom 2025. Najviac zasiahnuté boli menej ekonomicky produktívne regióny so slabším trhom práce, kde sa prejavil výraznejší odliv obyvateľstva. Východné Fínsko navyše stratilo časť dopytu po odchode ruských kupujúcich z realitného trhu. Chronický odliv obyvateľstva do väčších miest spôsobuje, že práve v odľahlejších regiónoch má populácia do roku 2045 poklesnúť o ďalších 4,5 %.

Ďalším hlavným faktorom, ktorý pôsobí na pokles cien, je výrazný previs ponuky nad reálnym dopytom.

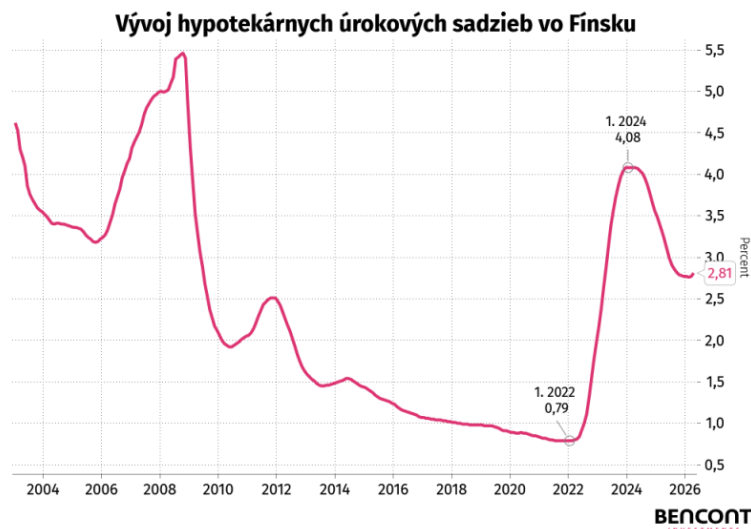
Týka sa to predovšetkým šiestich najväčších miest, kde bolo postavených približne o 35-tisíc bytových jednotiek viac, než zodpovedalo počtu novovzniknutých domácností.

Dlhé obdobie nulových úrokových sadzieb stimulovalo masívnu investičnú výstavbu. Inštitucionálni investori vložili do fínskych rezidenčných aktív za posledných 10 rokov približne 16 mld. EUR. Výrazný prepád možno vidieť aj na indexe objemu rezidenčných budov, kde bol pokles v rokoch 2022 až 2023 výraznejší než v prípade nerezidenčných budov.

V predchádzajúcom období, teda v rokoch 2018 až 2023, sa začalo stavať približne 3 000 až 4 000 bytových jednotiek mesačne. Od roku 2024 sa však tento počet znížil približne na 1 300 – 1500 bytových jednotiek mesačne. V dôsledku útlmu na realitnom trhu vyhlásilo len za minulý rok konkurz približne 700 fínskych stavebných spoločností.

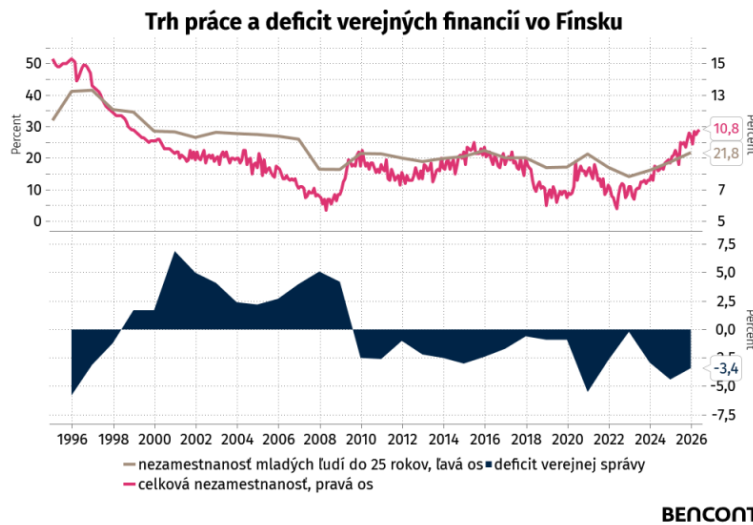


Ďalším faktorom, ktorý prispel k poklesu cien nehnuteľností, je špecifické nastavenie fínskeho hypotekárneho trhu, ktorý je mimoriadne citlivý na menovú politiku Európskej centrálnej banky. Až 95 % hypotekárnych úverov má variabilnú úrokovú sadzbu naviazanú na 12-mesačný Euribor. Keď Euribor po období nulových úrokových sadzieb v rokoch 2022 až 2024 prudko vzrástol, mesačné splátky fínskych domácností sa okamžite zvýšili o stovky eur. To výrazne obmedzilo ich kúpnu silu a zároveň znížilo dopyt po nových hypotekárnych úveroch.



Ďalším významným faktorom boli opatrenia vlády pod vedením Petteriho Orpa, ktorá v rámci konsolidácie verejných financií, pri očakávanom deficite vo výške 4,5 až 4,6 % HDP, pristúpila k znižovaniu príspevkov na bývanie. K poklesu dopytu prispelo aj úplné zrušenie daňových úľav na úroky z hypotekárnych úverov v roku 2023.

Významným špecifikom fínskej ekonomiky je aj vysoká miera nezamestnanosti. Fínsko v súčasnosti vykazuje jednu z najvyšších mier nezamestnanosti v Európskej únii na úrovni 10,8 %, pričom v prípade mladých ľudí do 25 rokov presahuje 20 %. Táto neistota na trhu práce, podporená stagnujúcim hospodárskym rastom (rast HDP vo výške 0,2 % v roku 2025 a odhadovaných 0,8 % v roku 2026), výrazne znižuje ochotu domácností zadlžovať sa prostredníctvom dlhodobých hypotekárnych úverov.



Hoci sa realitný trh odrazil od historického minima z hľadiska počtu realizovaných transakcií, cenová korekcia stále dobíha fundamentálne faktory. Návrat cien nehnuteľností na maximálne úrovne z prvej polovice roku 2022 sa podľa aktuálnych prognóz neočakáva skôr ako v prvej polovici 30. rokov. Zatiaľ čo v metropolitnej oblasti Helsínk by mali ceny nehnuteľností v roku 2027 vzrásť približne o 3,5 %, v regiónoch s dlhodobou klesajúcim počtom obyvateľov sa naopak očakáva pokračovanie mierneho poklesu cien približne o 0,5 %. (mmm)

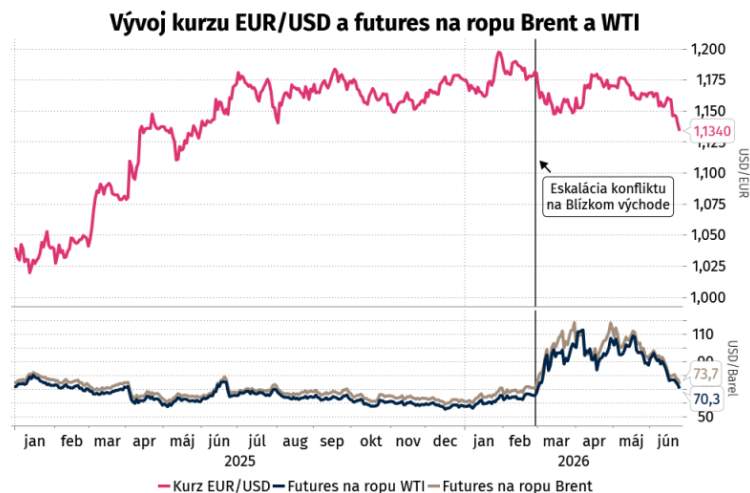
Vývoj výmenného kurzu EUR/USD

Kurz EUR/USD sa na začiatku roka 2025 pohyboval v pásme 1,025 až 1,05, pričom v nasledujúcich mesiacoch postupne posilňoval. Zvýšená neistota spojená s protekcionistickou politikou USA negatívne vplývala na americkú ekonomiku, čím mohla nepriamo oslabovať dolár. Koncom januára 2026 tak kurz dosiahol lokálne maximum tesne pod úrovňou 1,20, čo trh mohol brať ako métu, ktorá mohla tiež mierne ovplyvniť kurz EUR/USD v danom období.

V apríli 2025 zaznamenal Index neistoty obchodnej politiky (Trade Policy Uncertainty Index) svoje doterajšie historické maximum

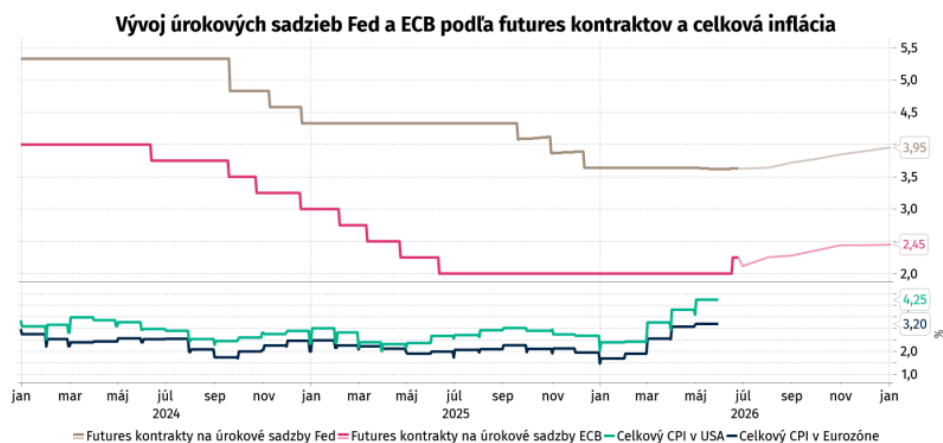
Následné oslabenie eura voči doláru bolo pravdepodobne podporené geopolitickým napätím, rastom cien ropy Brent a WTI, ktoré sú oceňované v dolároch, ako aj rebalansovaním portfólií

zo zlata do dolárových aktív ako alternatívy bezpečného prístavu po výraznom náraste ceny zlata v roku 2025. Keďže úroveň úrokových sadzieb ECB je v pomere k inflácii bližšie než Fed a zároveň ECB zaujala opatrnejší postoj k ich ďalšiemu zvyšovaniu až do júna 2026, tak sa menový diferenciál dočasne vychýlil v prospech USD. V poslednom období však dolár opäť výraznejšie posilnil, čo možno pripísať najmä vyšším výnosom amerických aktív, odolnejšiemu rastu ekonomiky USA a zvýšenému dopytu po USD v prostredí zvýšenej neistoty. K dátumu spracovania sa kurz EUR/USD pohybuje približne na úrovni 1,1340.



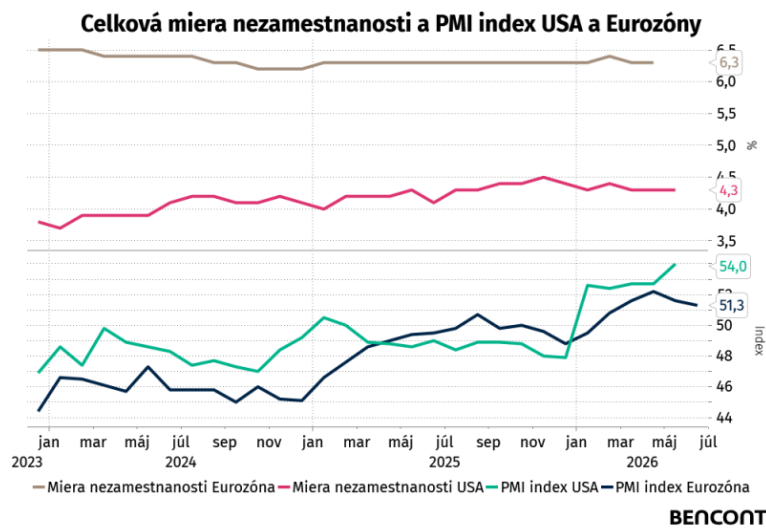
BENCONT
INVESTMENTS

Napriek zvýšeniu depozitnej sadzby ECB o 25 bázičných bodov 11. júna 2026 na 2,25 % trh už pracuje aj so scenárom možného budúceho uvoľnenia menovej politiky, zatiaľ čo futures kontrakty na sadzby Fedu stále naznačujú skôr postupné zvyšovanie alebo udržanie reštriktívneho nastavenia. Tento rozdiel v očakávaniach udržiava tlak na relatívnu silu dolára a zároveň obmedzuje priestor eura na výraznejšie zhodnotenie. Celková inflácia sa pritom v USA pohybuje okolo 4,25 %, kým v eurozóne sa nachádza približne na úrovni 3,20 %, čo potvrdzuje, že cenové prostredie zostáva v oboch ekonomikách stále napäté.

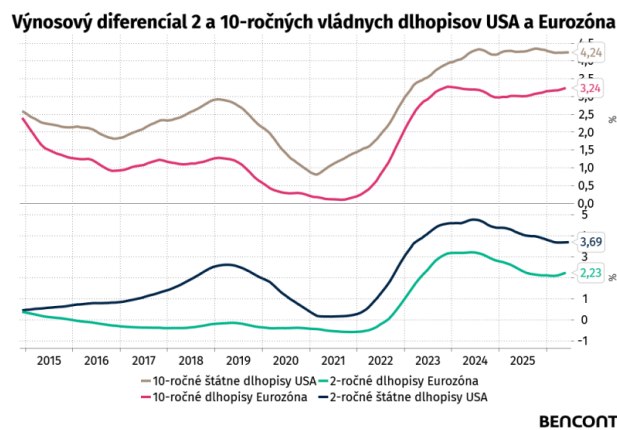


BENCONT
INVESTMENTS

Tento vývoj ďalej potvrdzuje pretrvávajúcu silu dolára, keďže americká ekonomika si na rozdiel od eurozóny udržiava mierne stabilnejšie makroprostredie. Miera nezamestnanosti v USA sa od marca drží na úrovni 4,3 %, pričom trh práce zostáva pevný aj vďaka vyššiemu než očakávanému prírastku nových pracovných miest. Významný signál zároveň prináša PMI index, teda ukazovateľ aktivity vo výrobnom a služobnom sektore, pričom hodnota nad 50 bodov znamená expanziu ekonomiky. V USA dosahuje PMI približne 54,0 bodu, zatiaľ čo v eurozóne sa nachádza okolo 51,3 bodu, čo signalizuje silnejšie rastové tempo americkej ekonomiky a zároveň podporuje pretrvávajúcu silu dolára. V eurozóne je naopak viditeľná skôr mierne klesajúca tendencia, ktorá začala aprílom tohto roka.



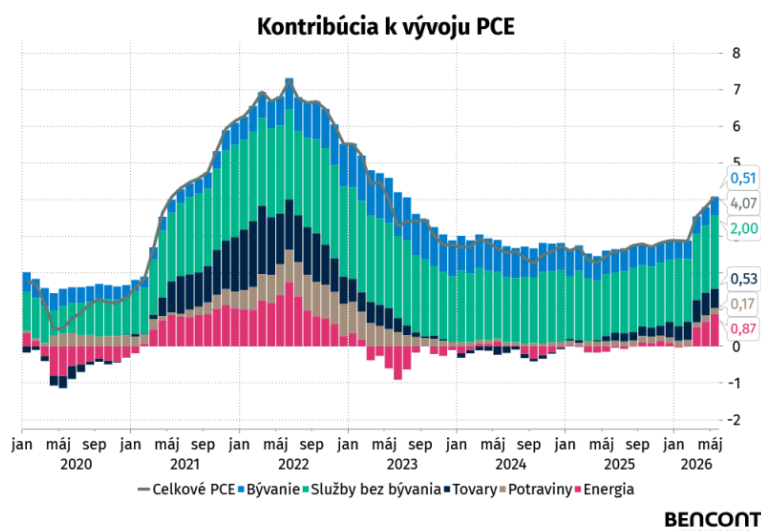
Výnosy amerických štátnych dlhopisov zostávajú vyššie než v eurozóne, čo zvyšuje relatívnu atraktivitu dolárových aktív a podporuje USD. Kým 10-ročný výnos štátnych dlhopisov USA po vyhladení kľzavým priemerom dosahuje približne 4,24 % a 2-ročný približne na úrovni 3,69 %, v eurozóne dosahuje 10-ročný výnos 3,24 % a 2-ročný približne 2,23 %. Tento rozdiel naznačuje, že americké aktíva zostávajú z pohľadu výnosu atraktívnejšie, hoci samotné porovnanie výnosov nepostihuje celé rizikové a menové prostredie.



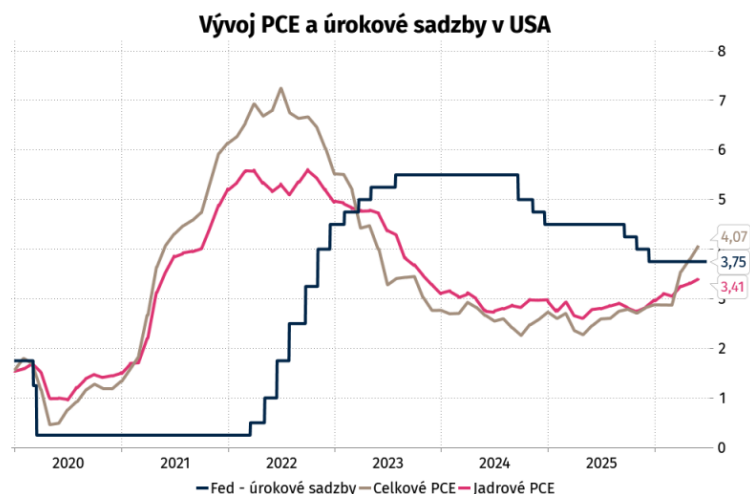
Záver potvrdzuje, že kurz EUR/USD sa neposúva len v dôsledku krátkodobých trhových impulzov, ale najmä vplyvom hlbších štrukturálnych rozdielov v makroprostredí a v nastavení globálneho kapitálu. Európska únia síce stále generuje prebytok bežného účtu, teda má vyšší podiel exportu na import, no jeho dynamika sa v posledných mesiacoch zmiernila, čo znižuje prirodzenú oporu pre euro na medzinárodnom trhu. Na druhej strane, americký finančný systém si zachováva vysokú mieru likvidity a dolár ostáva jadrovou rezervnou menou, do ktorej sa kapitál vracia najmä v obdobiach neistoty a prehodnocovania rizika. Ďalším potvrdením tejto prevahy je aj skutočnosť, že americký dolár tvorí približne 57 - 58 % svetových devízových rezerv, zatiaľ čo euro len okolo 20 %, čo zobrazuje dominantné postavenie v medzinárodnom menovom systéme. V takomto prostredí sa pohyb kurzu EUR/USD javí ako výsledok kombinácie rozdielov v dôvere investorov, makroekonomickej odolnosti USA a globálneho dopytu po bezpečných aktívach, pričom aktuálne prostredie zostáva priaznivejšie pre dolár než pre euro. (lg)

Inflácia v USA

Vo štvrtok 25. júna zverejnil americký Úrad pre ekonomické analýzy (BEA) výsledky PCE inflácie za kalendárny mesiac máj. Medzimesačná zmena dosiahla 0,4 %, čo bolo v súlade so širšími odhadmi ekonómov. Medziročná PCE inflácia sa vyšplhala na úroveň 4,1 % a oproti minulému mesiacu si pripísala nárast o 30 bázických bodov. Rástla tak rýchlejšie, než predpokladali analytici, ktorí očakávali úroveň 4,0 %. PCE inflácia tým potvrdila trend indexu spotrebiteľských cien (CPI), ktorého medziročná hodnota v rovnakom mesiaci dosiahla 4,2 %.



PCE inflácia rástla aj na jadrovej úrovni, ktorá je očistená od cien potravín a energií. Jadrová inflácia sa medzimesačne zvýšila o 0,3 % a v medziročnom vyjadrení dosiahla 3,4 %. Jadrová PCE inflácia tak naznačuje, že cenové tlaky pretrvávajú aj mimo volatilných kategórií. Pomyselné dno dosiahla jadrová inflácia medzi júlom a novembrom 2025 kedy jej medzimesačné rasty boli 0,2 %. Jadrová inflácia v tomto období bola na úrovni 2,8 %, čo vtedy dávalo centrálnej banke priestor na ďalšie znižovanie úrokových sadzieb. Od tohto bodu však jadrová PCE inflácia zrýchľuje pri priemernom ročnom tempe približne 2,8 %, čím sa dostáva výrazne nad 2-percentný cieľ centrálnej banky. Príčinou opätovného rastu inflácie sú s najväčšou pravdepodobnosťou ponukové šoky vyvolané konfliktom na Blízkom východe. Ten sa síce pred časom podarilo ukončiť uzavretím dohody medzi USA a Iránom, ktorá opätovne otvorila Hormuzský prieliv, no plná obnova predvojnovéj ponuky komodít cez túto strategickú trasu si vyžiada čas. Ako sme uviedli v článku z minulého týždňa, súčasný pokles cien ropy poháňa najmä trhový sentiment. V strednodobom horizonte je však oveľa pravdepodobnejšie, že zvýšený dopyt vytlačí ceny komodít vyššie, čo v ekonomike vyvolá pretrvávajúce inflačné tlaky. PCE infláciu podrobne sleduje centrálna banka (FED), ktorá na jej základe formuje svoje rozhodnutia o menovej politike. Na májovom zasadnutí FED ponechal úrokové sadzby nezmenené v pásme 3,50 % – 3,75 %, avšak prehodnotil výhľad do konca roka, v ktorom po novom počíta s jedným zvýšením sadzieb. Medzi hlavné príčiny tohto kroku patrili silný májový trh práce s prírastkom 172-tisíc pracovných miest a spomínané inflačné tlaky, ktoré sa naplno prejavili pri medziročnej CPI inflácii na úrovni 4,2 %.



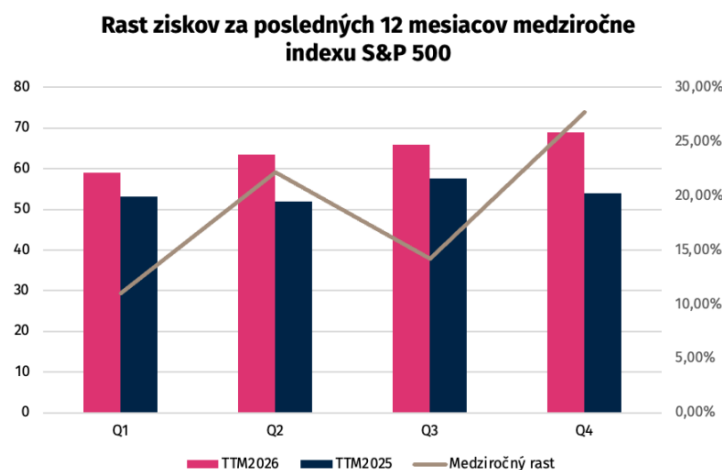
BENCONT
INVESTMENTS

Záver

Hoci sa koncom roka 2025 zdalo, že inflácia v americkej ekonomike sa po rokoch dezinflácie začína dostávať do cieľového pásma, začiatok roka 2026 priniesol akceleráciu a zvýšil celkovú medziročnú PCE infláciu na úroveň 4,1 %. Spotrebitelia sú v súčasnosti zraniteľnejší ako v roku 2022, keď sa začal dezinflačný proces. Ten bol poháňaný prudkým zvyšovaním úrokových sadzieb z 0,25 % až na 5,5 % v júli 2023 s cieľom dostať pod kontrolu infláciu, ktorej vrchol bol v júni 2022 na úrovni 7,2 %. Ďalší dezinflačný proces však môže byť bolestivejší, a to práve pre prítomnosť ponukových šokov, ktoré na rozdiel od dopytových šokov z roku 2022 neprispievajú k rastu miezd. Vyššie ceny ropy, tlačené najmä dopytom po opätovnom dopĺňaní rezerv SPR (ktoré tento týždeň klesli na úroveň 331 miliónov barelov), budú prispievať k drahším vstupom. Tie budú následne ovplyvňovať rast cien prakticky na všetkých úrovniach ekonomiky. Je preto logické konštatovať, že vyššia než očakávaná PCE inflácia nedáva centrálnej banke dostatočný priestor na uvoľňovanie menovej politiky. (mš)

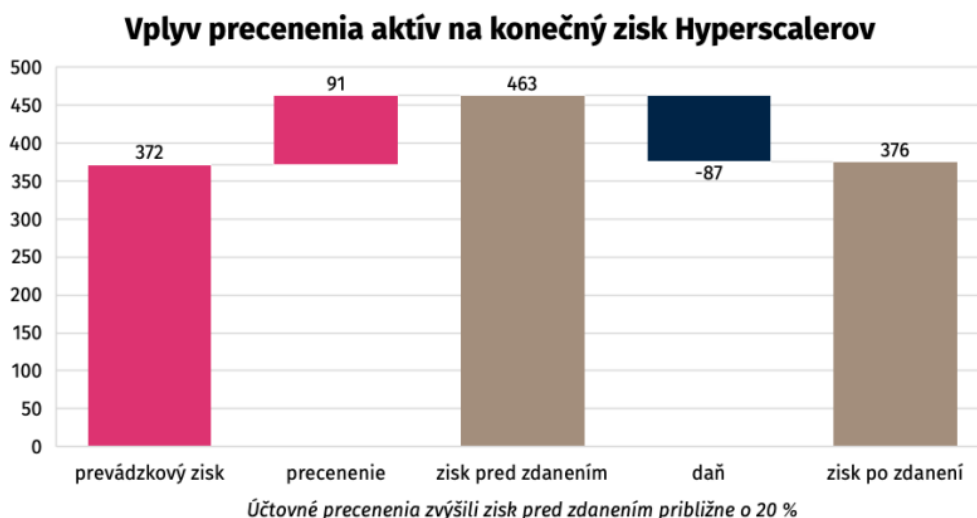
Ako AI nadhodnocuje zisky indexu S&P 500

Spoločnosti z najsledovanejšieho indexu S&P 500, ktorý odráža vývoj americkej ekonomiky, dosiahli v marcovej výsledkovej sezóne prekvapivé hospodárske výsledky. Ich príčinou neboli len zlepšené prevádzkové výsledky, ale takisto aj účtovné precenenia určitých aktív. Ak sa na index pozrieme bližšie, všimneme si určité faktory, ktoré v prípade najväčších technologických firiem nadhodnocujú ich vlastné zisky, a kvôli vysokej koncentrácii tak skresľujú aj celkové výsledky indexu.



Skreslené zisky indexu

Kumulatívny zisk spoločností v indexe sa za posledných 12 mesiacov pohybuje na úrovni 2 305,64 miliardy USD. Len v prvom štvrtroku 2026 rástli tieto zisky o 27,7 % medziročne, čím zisk na akciu (EPS) dosiahol 68,82 USD. Ak by sme tento zisk vynásobili takzvaným deliteľom (divisor), ktorý je obchodným tajomstvom spoločnosti S&P Global a jeho hodnota bola k 31. marcu stanovená na 8522,14, dostali by sme celkový kvartálny zisk na úrovni približne 586 miliárd USD. Na prvý pohľad je zaujímavé, že firmy zaoberajúce sa výrobou alebo dizajnom čipov prešli za posledné roky významným zlepšením ziskových marží, ktoré sa prakticky zdvojnásobili. Zisky najväčších firiem spadajúcich do tejto oblasti dosiahli za posledných 12 kalendárnych mesiacov objem približne 228 miliárd USD a tvorili takmer 10 % všetkých ziskov indexu. Vynára sa však otázka, či je zisková marža týchto gigantov udržateľná aj do budúcnosti a či sa nevráti na úrovne z obdobia pred nástupom umelej inteligencie (AI). Aj pri zachovaní dominantného postavenia týchto firiem a oligopolných či monopolných ziskov by pokles marží o 50 %, teda návrat na úrovne z obdobia pred AI, znamenal prepád celkového zisku o takmer 114 miliárd USD. Ďalším faktorom, ktorý podporil rast ziskov technologických spoločností, boli účtovné precenenia investícií. Ak by sme napríklad v prípade spoločnosti Alphabet očistili jej hospodárske výsledky o účtovné precenenia podielov v ostatných firmách, jej zisk pred zdanením by na medziročnej úrovni stagnoval na hodnote 41 miliárd USD. Rovnaké aktivity sa týkajú aj firiem ako Microsoft alebo Amazon. Celkovo sa zisk za posledných 12 mesiacov v týchto spoločnostiach zvýšil o 91 miliárd USD práve v dôsledku spomínaných precenení. Ak by sme teda predpokladali, že zisky polovodičových firiem sa vrátia do normálu a výsledky hyperscalerov nebudú obsahovať jednorazové účtovné precenenia, celkové zisky v indexe by sa prepádli o 205 miliárd USD, čo predstavuje približne 9-percentný prepád.



Záver

Ak sa pozrieme na súčasné ocenenie indexu na základe pomeru ceny k zisku (P/E), ktoré sa pohybuje na úrovni 25,18, zistíme, že sa nachádzame vysoko nad historickým priemerom, ktorý bol v minulosti okolo hodnoty 16. Samotné ocenenie signalizuje pretrvávajúcu eufóriu. Ak sa na ňu však pozrieme triezvymi očami, zistíme, že samotné zisky môžu byť nadhodnotené o takmer 9 %, čo by po očistení znamenalo normalizovaný násobok na úrovni okolo 27,45. Ak sa tempo rastu hodnoty AI startupov v budúcnosti spomalí, pozitívny vplyv účtovných precenení na zisky hyperscalerov sa pravdepodobne výrazne zníži. Tieto účtovné operácie sa týkajú najmä investícií do spoločností Anthropic a OpenAI, ktorých hodnota sa odhaduje na 965 miliárd USD, respektíve 852 miliárd USD. Tieto startupy sú, samozrejme, takisto ocenené príliš optimisticky. Ich kombinovaná hodnota dosahuje približne 1,8 bilióna USD, pričom ich spoločné výnosy sú na úrovni len 32,3 miliardy USD. Pomer ceny k výnosom (P/S násobok) tak dosahuje extrémne číslo 56. Na druhej strane trh kalkuluje s obrovským rastom v budúcich rokoch, keďže obe firmy sú relatívne mladé a ich podnikanie sa týka momentálne najhorúcejšej témy na finančných trhoch. (mš)

Vývoj PMI vo svetových ekonomikách

Pohľad na indexy nákupných manažérov (PMI) za jún 2026 odhaľuje prehlbujúcu sa divergenciu medzi hlavnými ekonomickými blokmi. Zatiaľ čo USA a Japonsko vykazujú akceleráciu rastu, európske ekonomiky, konkrétne Nemecko, Francúzsko a Spojené kráľovstvo, zotrávajú v pásme kontrakcie, hoci s miernymi známkami stabilizácie.



PMI sa zaznamenáva na základe odpovedí manažérov vo firmách stav v oblasti nových objednávok, výroby alebo služieb, zamestnanosti, dodacích lehôt a zásob.

Kompozitný PMI eurozóny v júni vzrástol na 49,5 bodu z májových 48,5 bodu, čo predstavuje trojmesačné maximum. Hlavným motorom zlepšenia bol sektor služieb, ktorého index vzrástol na 48,9 bodu z 47,7 bodu, čím prekonal trhové očakávania. Výroba naďalej profitovala z predzásobovania zákazníkov pre obavy z budúcich cien a narušenia dodávok v dôsledku konfliktu na Blízkom východe. Pozitívnym signálom je spomalenie rastu vstupných nákladov na najnižšiu úroveň od vypuknutia konfliktu, čo sa začína prejavovať aj v pomalšom raste

konečných cien. Dôvodom je pokles cien ropy aj plynu od začiatku júna.

V Nemecku bol zaznamenaný výrazný prepád služieb na hodnotu 46,8 bodu z májových 48,1 bodu, pričom ide o 43-mesačné minimum. Podobný vývoj pozorujeme aj vo Francúzsku a Spojenom kráľovstve, kde služby ťahajú nadol celé kompozitné PMI indexy. Zatiaľ čo v Nemecku a Francúzsku boli najväčším dôvodom rastúce ceny palív a plynu v dôsledku konfliktu, v Spojenom kráľovstve bol pokles spôsobený primárne znížením zamestnanosti v dôsledku zvýšenia príspevkov na národné poistenie, ktoré firmy uvádzajú ako hlavný dôvod redukcie stavov. Zatiaľ čo sektor služieb ťahal kompozitné indexy nadol, výrobný segment zaznamenal v Nemecku a Francúzsku stagnáciu. V Spojenom kráľovstve bol výrobný segment podporený primárne dočasným faktorom, a to predzásobovaním zákazníkov. Náznaky spomalenia nových objednávok na šesťmesačné minimum však naznačujú, že tento impulz je neudržateľný.

Index nákupných manažérov (PMI) vo svete

	1. 6. 2026	1. 5. 2026	1. 4. 2026	1. 3. 2026	1. 2. 2026	1. 1. 2026	1. 12. 2025	1. 11. 2025	1. 10. 2025	1. 9. 2025	1. 8. 2025	1. 7. 2025
EA Kompozit PMI	49,5	48,5	48,8	50,7	51,9	51,3	51,5	52,8	52,5	51,2	51,0	50,9
EA Priemysel PMI	51,3	51,6	52,2	51,6	50,8	49,5	48,8	49,6	50,0	49,8	50,7	49,8
EA Služby PMI	48,9	47,7	47,6	50,2	51,9	51,6	52,4	53,6	53,0	51,3	50,5	51,0
Nemecko Kompozit PMI	48,0	48,8	48,4	51,9	53,2	52,1	51,3	52,4	53,9	52,0	50,5	50,6
Nemecko Priemysel PMI	50,0	50,1	51,4	52,2	50,9	49,1	47,0	48,2	49,6	49,5	49,8	49,1
Nemecko Služby PMI	46,8	48,1	46,9	50,9	53,5	52,4	52,7	53,1	54,6	51,5	49,3	50,6
Francúzsko Kompozit PMI	47,6	44,9	47,6	48,8	49,9	49,1	50,0	50,4	47,7	48,1	49,8	48,6
Francúzsko Priemysel PMI	50,7	49,7	52,8	50,0	50,1	51,2	50,7	47,8	48,8	48,2	50,4	48,2
Francúzsko Služby PMI	47,4	44,3	46,5	48,8	49,6	48,4	50,1	51,4	48,0	48,5	49,8	48,5
UK Kompozit PMI	49,4	49,7	52,6	50,3	53,7	53,7	51,4	51,2	52,2	50,1	53,5	51,5
UK Priemysel PMI	53,1	53,9	53,7	51,0	51,7	51,8	50,6	50,2	49,7	46,2	47,0	48,0
UK Služby PMI	48,7	49,3	52,7	50,5	53,9	54,0	51,4	51,3	52,3	50,8	54,2	51,8
USA Kompozit PMI	52,2	51,5	51,7	50,3	51,9	53,0	52,7	54,2	54,6	53,8	54,8	55,1
USA Priemysel PMI	55,7	55,1	54,3	52,3	51,6	52,4	51,8	52,2	52,5	52,0	53,0	49,8
USA Služby PMI	51,3	50,7	51,0	49,8	51,7	52,7	52,5	54,1	54,8	54,2	54,9	55,7
Japonsko Kompozit PMI	52,5	51,1	52,2	53,0	53,9	53,1	51,1	52,0	51,5	51,3	52,0	51,6
Japonsko Priemysel PMI	54,9	54,3	55,1	51,6	53,0	51,5	50,0	48,7	48,2	48,5	49,7	48,9
Japonsko Služby PMI	51,8	50,0	51,0	53,4	53,8	53,7	51,6	53,2	53,1	53,3	53,1	53,6

Zdroj: S&P Global

MACROBOND

Keď sa však pozrieme na kompozitný index USA, ten v júni vzrástol na 52,2 bodu z májových 51,5 bodu. Najvýraznejší rast bol zaznamenaný vo výrobe, kde došlo k nárastu aktivity, keďže klienti uzatvárali kontrakty a budovali zásoby vstupov v predstihu pred očakávanými logistickými kolapsmi a zdražovaním. To viedlo k najvýraznejšiemu predĺženiu dodacích lehôt od augusta 2022. Sektor služieb zaznamenal mierny impulz o 0,6 bodu vďaka aktivite pripisovanej začiatku Majstrovstiev sveta vo futbale. Podobne rástol aj kompozitný index Japonska, ktorý sa zvýšil na 52,5 bodu z májových 51,1 bodu, čo predstavuje najvyššiu hodnotu od marca 2026. Výrobný sektor bol primárne ťahaný taktiež novými objednávkami v dôsledku obáv z narušenia dodávateľského reťazca. Čo sa týka služieb, tie sa po májovej stagnácii vrátili k rastu na úroveň 51,8 bodu. Kým domáci dopyt po službách bol silný, export služieb zostáva pod tlakom a vykazuje pokles.

Do budúca bude rozhodujúce, či sa súčasné predzásobovanie prejaví do trvalejšieho rastu

objednávok, alebo pôjde len o krátkodobý impulz. Európa zostáva najzraniteľnejšia, najmä pre slabší sektor služieb a citlivosť na ceny energií. USA a Japonsko majú lepšiu východiskovú pozíciu, no aj tam môže rast brzdiť napätie v dodávateľských reťazcoch. Celkovo tak PMI naznačuje skôr opatrné oživenie než začiatok výraznejšej globálnej expanzie. (mmm)

Ropa naďalej klesá na základe optimizmu

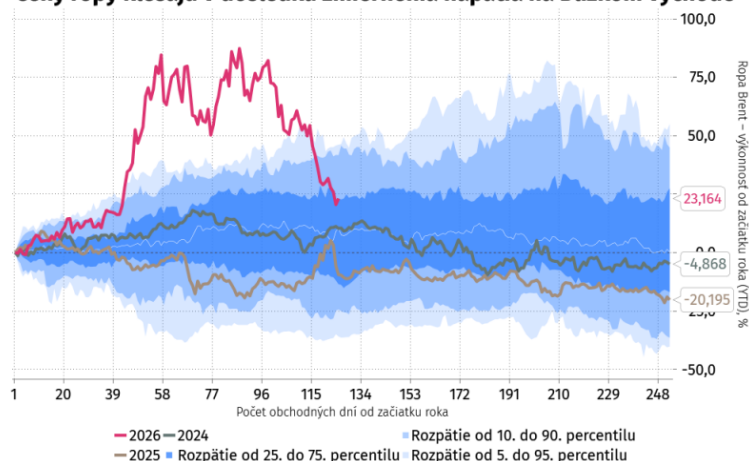
Ropa Brent aktuálne klesla pod hranicu 74 USD za barel, čím vymazala výraznú časť rastu zo začiatku roka. Od svojho tohtoročného maxima sa jej cena prepadla približne o 35 %. Hlavným faktorom, ktorý stál za výrazným poklesom ceny ropy Brent, bolo podpísanie memoranda medzi bojujúcimi stranami na Blízkom východe. Počas 60-dňového prímeria by mali prebiehať mierové rokovania, ktorých cieľom je dosiahnuť dohodu o kľúčových bodoch budúcej mierovej zmluvy.

Dohoda zahŕňa okamžité ukončenie vojenských operácií na všetkých frontoch vrátane Libanonu. USA by malo do 30 dní ukončiť námornú blokádu Iránu, pričom intenzita lodnej dopravy bude závisieť od obnovy plavby cez Hormuzský prieliv zo strany Iránu. Súčasťou memoranda je aj plán obnovy Iránu v hodnote najmenej 300 mld. USD, na ktorom sa majú podieľať regionálni partneri. Spojené štáty nebudú projekt financovať priamo, ale vydajú potrebné licencie na realizáciu finančných transakcií. Irán sa zároveň zaviazal nevyvíjať jadrové zbrane a neutralizovať svoje zásoby vysoko obohateného uránu priamo na svojom území pod dohľadom Medzinárodnej agentúry pre atómovú energiu (MAAE/IAEA). USA by malo zároveň uvoľniť zmrazené iránske finančné prostriedky, ktoré budú plne k dispozícii iránskej centrálnej banke.

Naďalej však pretrvávajú rozpory v otázke podmienok jadrových inšpekcií, aby boli transparentné a dôveryhodné. Rovnako zostáva otvorenou otázkou financovanie obnovy Iránu a mechanizmy kontroly využitia plánovaných 300 mld. USD, aby tieto prostriedky neboli opätovne použité na vyzbrojovanie iránskych ozbrojených síl.

Na vývoj situácie reagovala aj lodná doprava cez Hormuzský prieliv, ktorá sa po 15. júni začala postupne obnovovať. V súčasnosti cez prieliv prepláva denne približne 8 až 9 tankerov, zatiaľ čo v predchádzajúcom období ich bolo len 1 až 2 denne. USA sa zároveň zaviazalo udeľovať výnimky na export iránskej ropy a ropných produktov. Produkcia iránskej ropy by tak mala vzrásť zo súčasných približne 2,4 mil. barelov denne na 3,1 mil. barelov denne v auguste a potenciálne až na 3,3 mil. barelov denne do konca roka.

Ceny ropy klesajú v dôsledku zmiernenia napätia na Blízkom východe



BENCONT
INVESTMENTS

Ropa Brent sa tak po výraznom raste do mája následne prudko prepadla, a to aj z historického hľadiska. Zatiaľ čo v porovnaní s vývojom od 80. rokov bol tohtoročný rast cien ropy signifikantný a presahoval až 95. percentil sledovaného obdobia, po aktuálnom prepade sa ropa nachádza približne na úrovni 75. percentilu. To znamená, že od začiatku roka je jej cena stále vyššia približne o 23 %. V porovnaní s predchádzajúcimi rokmi ide o výrazne odlišný vývoj. V rokoch 2024 a 2025 ropa počas celého roka klesla o 4,8 %, respektíve o 20,2 %.

Očakávaná na trhu sú nasledovné: väčšina spoločností predpokladá, že približne 50 % celkovej odstavenej produkcie v Perzskom zálive sa vráti na trh do septembra a 80 % do decembra 2026. Úplná obnova produkcie na regionálnej úrovni sa očakáva do konca roka 2026.

Zároveň môže nastať okamžitý ponukový šok. Uvoľnenie približne 118 naložených tankerov uviaznutých v prielive v priebehu 10 až 15 dní by prinieslo jednorazový nárast ponuky bez potreby zvyšovania ťažby. Z krátkodobého hľadiska to môže vytvárať tlak na pokles cien ropy. Z dlhodobého hľadiska sa však naďalej očakáva, že ropa sa bude pohybovať na vyšších úrovniach, ako sme už uvádzali v [BWR 25](#). (mmm)

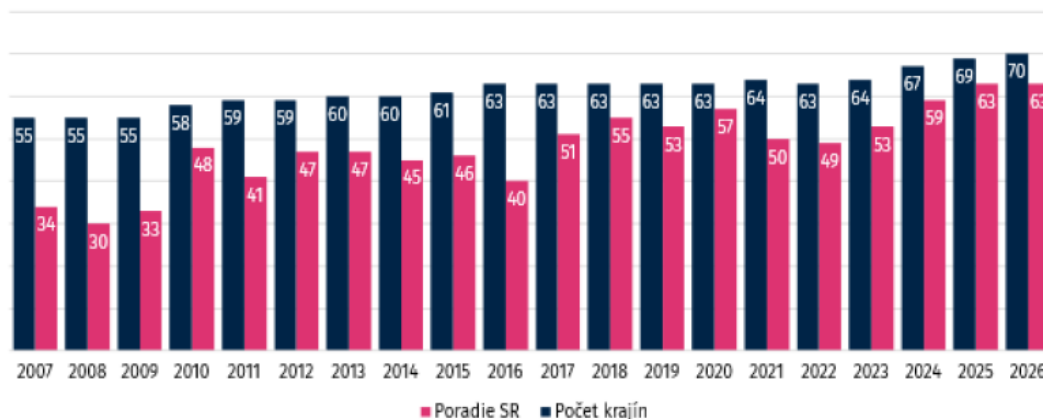
Slovensko ako jedna z najmenej konkurencieschopných ekonomík sveta

Konkurencieschopnosť patrí medzi najdôležitejšie ukazovatele ekonomickej výkonnosti krajiny. Vyjadruje schopnosť štátu vytvárať podmienky, v ktorých dokážu podniky efektívne podnikáť, inovovať, investovať a vytvárať pracovné miesta. Nezavisí pritom len od výkonnosti samotnej ekonomiky, ale aj od kvality verejných financií, fungovania štátnych inštitúcií, úrovne

infraštruktúry, vzdelávania, inovačného prostredia či podnikateľskej regulácie.

Slovensko sa v roku 2026 opäť zaradilo medzi najmenej konkurencieschopné ekonomiky v medzinárodnom rebríčku IMD World Competitiveness Ranking. Umiestnilo sa na 63. mieste zo 70 hodnotených krajín, teda rovnako ako v roku 2025. Rebríček hodnotí konkurencieschopnosť prostredníctvom viac ako 250 kritérií v štyroch základných oblastiach – ekonomickú výkonnosť, efektívnosť vlády, efektívnosť podnikateľského prostredia a infraštruktúru. V porovnaní s minulým rokom si Slovensko polepšilo len v ekonomickej výkonnosti, v ostatných zaznamenalo zhoršenie. Kontinuálne slabé umiestnenie Slovenska preto nemožno vnímať len ako krátkodobý výsledok ekonomického cyklu, ale skôr ako prejav dlhodobějších problémov podnikateľského prostredia, verejných financií a nízkej schopnosti ekonomiky zvyšovať produktivitu.

**Slovensko v kontexte medzinárodného rebríčka
konkurencieschopnosti IMD**



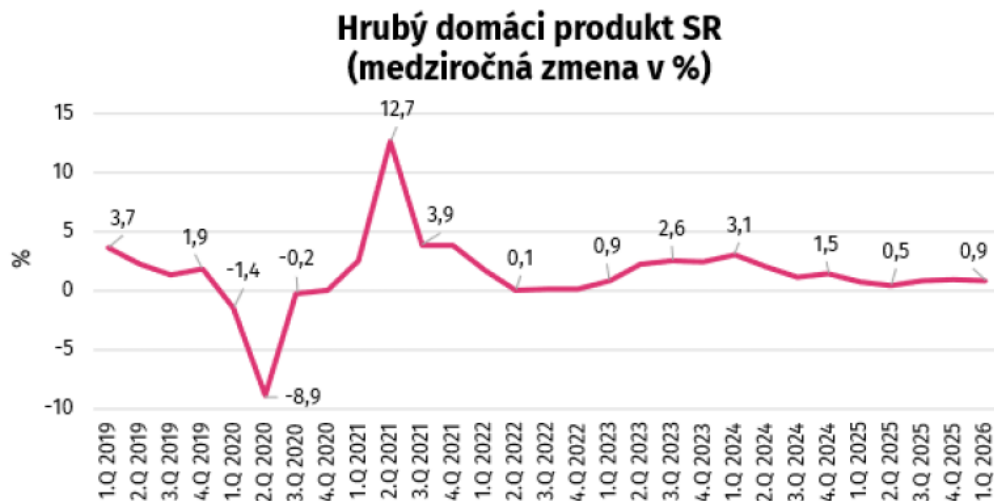
Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Miesto SR	34.	30.	33.	48.	41.	47.	47.	45.	46.	40.	51.	55.	53.	57.	50.	49.	53.	59.	63.	63.
Počet krajín	55	55	55	58	59	59	60	60	61	63	63	63	63	63	64	63	64	67	69	70

Zatiaľ čo dnes Slovensko obsadzuje posledné priečky rebríčka IMD, v rokoch 2007 až 2009 sa pohybovalo približne pri jeho strede, v období stabilnejšieho podnikateľského prostredia a jednoduchšieho daňového systému s rovnou daňou. K postupnému zhoršeniu prispeli rastúce

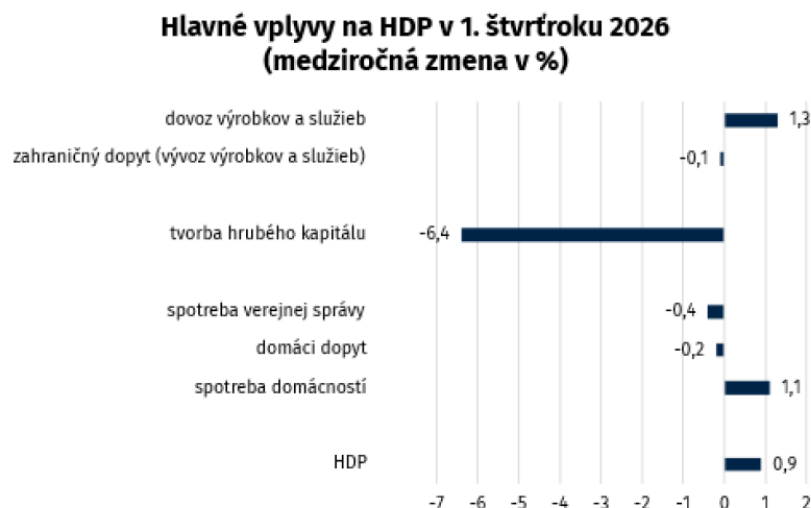
daňovo-odvodové zaťaženie, zhoršujúci sa stav verejných financií, nízka predvídateľnosť podnikateľského prostredia či zdĺhavé verejné obstarávanie. Slovensko od roku 2023 hospodári s deficitom výrazne nad maastrichtským limitom 3 % HDP – podľa Európskej komisie dosiahol 5,3 % HDP v rokoch 2023 aj 2024 a po fiškálnej konsolidácii klesol na 4,5 % HDP v roku 2025. Súčasne tiež Slovensko patrí medzi krajiny s najvyšším daňovo-odvodovým zaťažením práce. Tax wedge priemerného slobodného zamestnanca sa zvýšilo z 42,5 % v roku 2024 na 42,7 % v roku 2025, zatiaľ čo priemer OECD predstavoval 35,1 %. Slovensko tak malo siedme najvyššie daňovo-odvodové zaťaženie spomedzi 38 členských krajín OECD. Zároveň pretrvávajúci vysoký deficit verejných financií vytvára tlak na pokračovanie fiškálnej konsolidácie, ktorá sa premieta do vyššieho daňového zaťaženia a zároveň obmedzuje priestor štátu na prorastové investície. K zhoršeniu podnikateľskej klímy prispievajú aj časté legislatívne zmeny. Najnovším príkladom sú konsolidačné opatrenia prijaté od roku 2025 vrátane zvýšenia základnej sadzby DPH z 20 % na 23 % a zavedenia dane z finančných transakcií, ktoré podnikateľské organizácie opakovane označujú za faktory zvyšujúce náklady firiem a oslabujúce ich konkurencieschopnosť.

Z pohľadu konkurencieschopnosti je znepokojujúci najmä vývoj investícií. Tvorba hrubého fixného kapitálu sa medziročne znížila o 6,4 %, čo predstavovalo prvý pokles po troch štvrtrokoch rastu. Investície pritom patria medzi kľúčové faktory rastu produktivity, technologickej úrovne a inovačnej výkonnosti ekonomiky. Ich pokles preto naznačuje slabšiu schopnosť modernizovať výrobu, zavádzať nové technológie a vytvárať podmienky pre budúci rast.

Dôsledky týchto faktorov sa prejavujú aj vo výkonnosti ekonomiky. Síce vplyvom konsolidácie verejných financií spotreba verejnej správy medziročne klesla v 1. štvrtroku o 0,4 %, a to prvýkrát po dvoch rokoch rastu, HDP Slovenska v rovnakom časovom rozmedzí medziročne vzrástlo len o 0,9 %. Tempo rastu tak zostalo pod hranicou 1 % už piaty štvrtrok po sebe. Rast bol pritom do veľkej miery založený na spotrebe domácností, ktorá sa po poklese na konci roka 2025 medziročne zvýšila o 1,1 %. Z pohľadu dlhodobej konkurencieschopnosti nie je daná štruktúra ani zďaleka ideálna – zatiaľ čo spotreba domácností dokáže ekonomický rast podporiť len krátkodobo, práve investície do technológií, výrobných kapacít, podnikania, výskumu či digitalizácie vytvárajú predpoklady pre rast produktivity a vyššiu pridanú hodnotu ekonomiky.

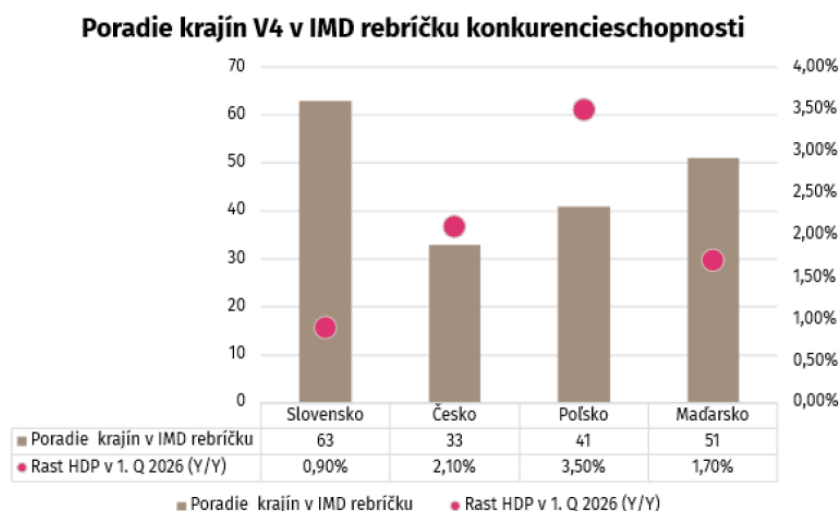


Slabšie výsledky vykázal aj zahraničný obchod – vývoz výrobkov a služieb medziročne klesol o 0,1 % a dovoz o 1,3 %. Medzi dôvody patrí stagnujúci priemysel, ktorý bol dlhodobo hlavným motorom exportne-orientovanej slovenskej ekonomiky. V 1. štvrťroku 2026 zaznamenal rast nákladov o 3 % a výrazný pokles vo výrobe najmä elektrických zariadení (-13,9 %), koku a rafinovaných ropných produktov (-18,2 %) a výrobkov z gumy a plastov (-3,2 %). To naznačuje, že slovenský model rastu založený na priemysle a exporte naráža na limity.



V porovnaní s o susednými krajinami z V4 bola konkurencieschopnosť Slovenska ohodnotená

najhoršie. Česko sa umiestnilo na 33. mieste (medziročné zhoršenie o 8 miest), Poľsko na 41. (medziročné zlepšenie o 11 miest) a Maďarsko na 51. (medziročné zhoršenie o 3 miesta). Ekonomiky uvedených krajín zároveň rástli v 1. štvrtroku 2026 v priemere o 1,5 percentuálneho bodu rýchlejšie ako slovenská ekonomika.



Záver

Výsledky rebríčka IMD predstavujú pre Slovensko varovanie, že bez zlepšenia podnikateľského prostredia, vyšších investícií a efektívnejších verejných politík môže krajina ďalej strácať schopnosť prilákať nové investície, vytvárať pracovné miesta s vyššou pridanou hodnotou a zvyšovať životnú úroveň obyvateľstva. To potvrdzuje aj Annual Single Market and Competitiveness Report 2026, podľa ktorého Európska únia ako celok čelí rastúcej konkurencii z Ázie a Spojených štátov, zaostáva v produktivite, investíciách, digitalizácii či inováciách a musí odstraňovať prekážky jednotného trhu, ak si chce udržať dlhodobú konkurencieschopnosť.

Pre Slovensko, ktorého ekonomika patrí medzi najotvorenejšie v EÚ a je výrazne závislá od exportu, priemyslu a zahraničných investorov, sú tieto výzvy ešte naliehavejšie. Slovenská ekonomika by mala podľa prognózy Európskej komisie v roku 2026 vzrásť len o 0,8 %. Súčasne sa očakáva deficit verejných financií na úrovni 4,6 % HDP a verejný dlh vo výške 63,7 % HDP, čo obmedzuje priestor štátu na prorastové výdavky a podporu podnikateľského sektora. Firmy zároveň čelia vysokej administratívnej záťaži, regulačnej neistote, rastúcim nákladom a zložitému podnikateľskému prostrediu. Ak sa Slovensku nepodarí podporiť investície, inovácie a efektívnosť verejných inštitúcií, hrozí ďalšie zaostávanie nielen za lídrami EÚ, ale aj za krajinami V4, ktoré už dnes dosahujú vyššie tempo hospodárskeho rastu aj lepšie výsledky

v medzinárodných rebríčkoch konkurencieschopnosti. (vv)

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.