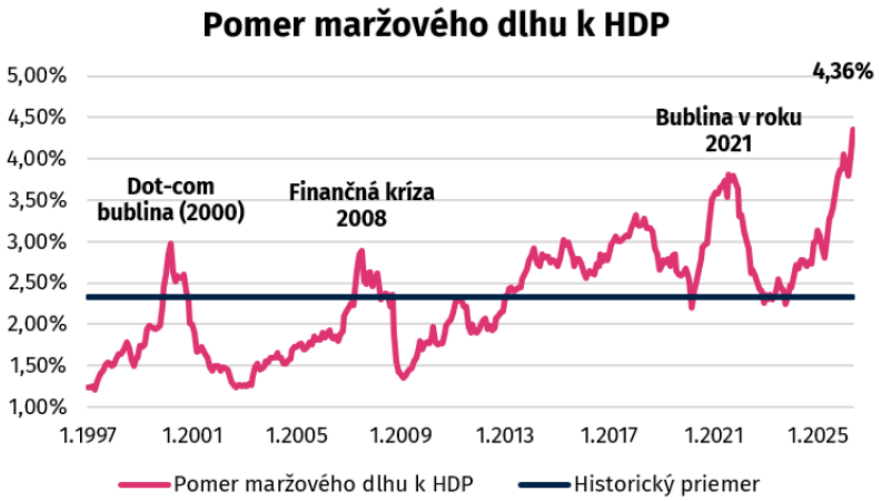
Ako bude vyzerať novodobá finančná kríza

Svetový finančný systém je dnes závislejší od dlhu, derivátov a pákového efektu než kedykoľvek v histórii. Stačí jediný impulz a reťazová reakcia môže prerásť do krízy, akú moderné trhy ešte nezažili. Tokio vedie rebríček zhodnotenia luxusných nehnuteľností v roku 2025. Ruská ropná veľmoc čelí najväčšej palivovej kríze pre infraštruktúru poškodenú dronmi. Americké indexy výrazne dominovali nad svetovým indexom za posledných 16 rokov. AI nezasahuje len rozpočty hyperscalerov, dotýka sa už aj spotrebiteľov. Hormuzský prieliv opäť zatvorený, čo to znamená pre svet? Akú výnosnosť a vplyv na rast portfólia v dôchodkovom sporení cez 2. pilier bude mať výstavba nájomného bývania? Aké sektory v SR vykazovali za rok 2025 najvyššie zisky? Čo odhaľujú slovenské podnikateľské a spotrebiteľské prieskumy v júni 2026?



V roku 2025 zažil americký akciový trh prudký, približne 15-percentný prepad v priebehu iba jedného a pol mesiaca. Tento pokles vyvolal Donald Trump, ktorý oznámil zavedenie recipročných ciel pre celý svet. Akciové trhy na túto správu reagovali prudkým výpredajom, pričom samotný index S&P 500 stratil v priebehu dvoch dní až 10 % svojej hodnoty. Na druhej strane však trh tento hlboký prepad vymazal za rekordne krátky čas. V tejto súvislosti sa preto

naskytá otázka, prečo v poslednom období sledujeme takú extrémnu rýchlosť zotavenia. V súčasnosti sme totiž svedkami trhových anomálií, ktoré boli naposledy zaznamenané v roku 1929 pred Veľkou hospodárskou krízou, hoci s ňou nie sú úplne totožné. Tieto špecifické faktory sa týkajú najmä celkového pákového efektu v USA a vytvárajú rizikové prostredie pre vznik novej finančnej krízy.

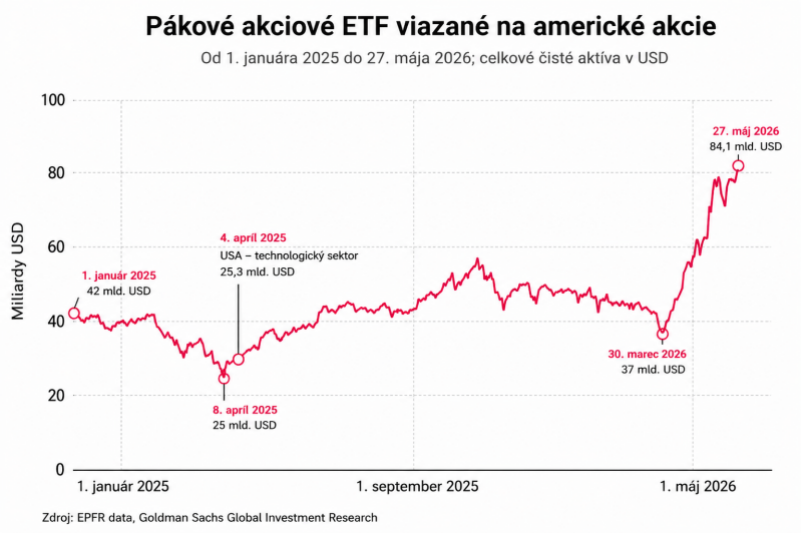


Ako by vyzerala novodobá finančná kríza

Skrytý problém

Regulačná organizácia FINRA nedávno odhalila, že celkový maržový dlh (margin debt) v USA dosiahol úroveň 1,4 bilióna USD. Ide o masívny medziročný nárast o 53 % z hodnoty necelých 900 miliárd USD v máji 2025. Samotné číslo však plne neodkrýva rozsah tohto problému. Pre lepšiu predstavu je dôležité dať ho do pomeru s hrubým domácim produktom (HDP). Za celú sledovanú históriu nebol maržový dlh voči výkonu ekonomiky vyšší ako dnes, keď dosahuje 4,36 % HDP. V úvode článku sme pritom spomínali, že na trhu vznikajú anomálie podobné Veľkej hospodárskej kríze. Samotný maržový dlh vtedy dosahoval približne 9 % HDP a vo významnej miere ho držal bankový sektor. Dnes sa už pákový efekt nevyužíva primárne v tradičnom bankovom sektore, banky sú skôr jeho tvorcami. Samotné komerčné banky sa nevystavujú príliš vysokému pákovému riziku, pretože po finančnej kríze z roku 2008 došlo k výraznému sprísneniu kapitálových požiadaviek na základe pravidiel Basel III. Aj preto celkový najkvalitnejší kapitál bánk (CET1) tvorí v súčasnosti približne 11 % ich rizikovo vážených aktív. Bankový systém tak na prvý pohľad pôsobí stabilne a má dostatočný vankúš na absorpciu strát. Kde sa teda celý tento pákový dlh skrýva? Odpoveďou je nebankový sektor, do ktorého patria nebankové inštitúcie, hedgeové fondy či súkromný kapitál, teda prostredie takzvaného tieňového bankovníctva. Tento sektor podlieha oveľa voľnejšej regulácii a po kríze v roku 2008 sa systémové riziko presunulo práve sem. Hoci sa maržový dlh počas Veľkej hospodárskej krízy

vyšplhal na spomínaných 9 % HDP a dnes tvorí „len“ necelých 4,5 %, klasický margin nie je jediným pákovým nástrojom, ktorý robí súčasný systém zraniteľným. Objem prostriedkov v pákových ETF fondoch vzrástol na 220 miliárd USD, pričom kapitál v ETF naviazaných priamo na pákované americké technologické akcie vyskočil na približne 84 miliárd USD. Zaujímavé je, že tieto technologické fondy dosahovali ešte koncom marca objem len okolo 37 miliárd USD, čo predstavuje nárast o zhruba 127 % za iba dva mesiace. Do celkového obrazu musíme zakomponovať aj opcie a iné derivátové nástroje, ktoré v roku 1929 neexistovali a absorbovali veľkú časť špekulatívneho kapitálu. Deriváty sú komplexné nástroje a ich celková nominálna hodnota sa odhaduje na 5 biliónov USD. Skutočnú mieru pákového efektu však lepšie odráža takzvaná hrubá trhová hodnota, ktorá predstavuje objem prémií vyplatených vypisovateľom opcií. Táto hodnota sa na americkom burzovom trhu (OCC) pohybuje na úrovni približne 415 miliárd USD a na mimoburzovom (OTC) trhu dosahuje zhruba 300 miliárd USD. Môžeme preto predpokladať, že čistý špekulatívny kapitál v systéme momentálne dosahuje približne 2,3 bilióna USD, čo predstavuje zhruba 7 % HDP USA. Na rozdiel od roku 1929 je dnešný finančný svet hlboko prepojený prostredníctvom derivátov, ETF fondov, primárnych brokerov a globálnych kapitálových tokov, čo v prípade otrasov umožňuje oveľa rýchlejší a nekontrolovateľný prenos likviditného stresu naprieč celým trhom.



Ako bude kríza prebiehať

Uvádzame, že súčasný finančný systém v mnohých ohľadoch pripomína rok 1929, keď maržový dlh v ekonomike dosahoval približne 9 %. Ak by sme dnes modelovali začiatok novodobej finančnej krízy, musela by spĺňať niekoľko základných predpokladov. V súčasnosti sa finančné trhy nachádzajú vo veľmi napätom stave. Existuje množstvo indikátorov, ktoré sa nesprávajú štandardne a skôr signalizujú narastajúce riziká než stabilitu. Medzi tieto indikátory patrí napríklad inverzná výnosová krivka, rekordne nízke kreditné rozdiely, stagnujúce ceny

nehnuteľností, jeden z najdrahších akciových trhov v histórii spojený s jeho úzkou koncentráciou, ako aj mánia okolo umelej inteligencie (AI). Na modelovanie takéhoto scenára je potrebné poznať dva parametre, ktoré kvantifikujú prvý kľúčový mechanizmus. Ide o parametre delta a gamma, ktoré súvisia s derivátovým obchodovaním. Delta určuje, aká veľká zaisťovacia pozícia je potrebná na zabezpečenie vypísanej opcie. Parameter gamma opisuje ako rýchlo sa mení delta a teda, aké množstvo akcií musia kúpiť alebo predať pri určitej percentuálnej zmene ceny podkladového aktíva. Tieto parametre však nie sú verejne dostupné. Ich hodnoty sa snažia odhadovať viaceré inštitúcie, avšak ich presnú kvantifikáciu poznajú iba samotní tvorcovia trhu, napríklad Citadel, ktorý obchoduje približne 40 % amerického akciového trhu. V tomto scenári by kríza prebiehala nasledovne. Najskôr by musel nastať výrazný pokles akciového trhu spôsobený nepredvídateľnou udalosťou. Pokles by musel byť dostatočne veľký na to, aby gamma začala priamo ovplyvňovať deltu, čím by boli tvorcovia trhu nútení začať predávať akcie. Následne by sa aktivovali krátkodobé put opcie, ktoré by investori pri prvých poklesoch začali uplatňovať vo svoj prospech. Ak by však pokles pokračoval, tvorcovia trhu by museli predávať stále väčšie objemy akcií. V ďalšej fáze by sa aktivoval margin a hedge fondy by boli nútené doplniť dodatočný kapitál. V opačnom prípade by broker pristúpil k nútenej likvidácii ich pozícií. V tomto scenári by najväčšie straty utrpeli najlikvidnejšie a najkvalitnejšie akcie, keďže práve tie dokážu hedge fondy najrýchlejšie premeniť na hotovosť a použiť ju na doplnenie kapitálu. Nie všetky hedge fondy však budú schopné kapitál doplniť. Broker preto zlikviduje ich účet a následne odpredá akcie, ktoré fond držal vo svojom portfóliu. Tým sa vytvorí reťazová reakcia, ktorá sa bude postupne zosilňovať. Ďalšie kritické body by nastali približne pri poklese trhu o 20 až 30 %, keď by sa začali aktivovať dlhodobé put opcie. Pri dlhšie trvajúcom poklese by sa zároveň začali kumulovať straty na swapových pozíciách financovaných prostredníctvom páky. Finančný systém by sa následne začal správať spôsobom, v ktorom si jednotliví obchodníci už nebudú môcť slobodne vyberať, či chcú akcie predávať alebo nie, ale budú k tomu prinútení. Takýto scenár by výrazne zasiahol likviditu finančného trhu, ktorá by sa v určitom bode prakticky zastavila. Ako sme už uviedli, kreditné rozpätia sú v súčasnosti veľmi nízke. Kreditné rozpätie pre segment investičného stupňa (IG) sa aktuálne pohybuje na úrovni približne 0,74 p. b., čo znamená, že podnikové dlhopisy obchodované v tomto segmente prinášajú výnos vyšší o 74 bázických bodov v porovnaní s vládnymi dlhopismi. Ak by však likvidita v systéme zamrzla, tieto kreditné rozpätia by prudko vzrástli. Zároveň by hrozil rast sadzieb pri jednodňových refinančných operáciách REPO, pokles ochoty poskytovať krátkodobé financovanie a situácia, v ktorej by si jednotlivé subjekty na trhu nemali od koho požičať. V bankovom systéme by peniaze naďalej existovali, ak budeme predpokladať stabilitu bánk a absenciu náhleho precenenia úverov či poklesu hodnoty aktív, ktorý by priamo ohrozoval ich najkvalitnejší kapitál. Ako sme uviedli, banky sú schopné absorbovať približne 11 % pokles hodnoty aktív. Ak by sa však kríza preniesla z nebankového sektora do bankového systému, ani táto približne 11 % absorpčná kapacita by s vysokou pravdepodobnosťou nebola dostatočná. Práve preto sú poklesy na akciových trhoch v súčasnosti prudšie než v minulosti, no zároveň sú aj výrazne rýchlejšie vykupované. Každý ďalší deň rastu akciového trhu v takto nastavenom

systéme zároveň zvyšuje nahromadené riziko, ktoré môže v budúcnosti výrazne umocniť rozsah vzniknutých strát.



Záver

Novodobá finančná kríza nevznikne v bankovom sektore a nebude vyzerať ako kríza z roku 2008, keď domino efekt vyvolali banky, ktorým v ktoromkoľvek momente hrozil bankrot a FED ich bol nútený zachraňovať. Takisto nebude pripomínať depresiu z roku 1929, keď finančné domy krachovali pre vysokú expozíciu voči maržovému dlhu a navyše špekulovali s vkladmi klientov. Nová kríza sa bude týkať najmä likviditnej špirály, ktorá s každým poklesom trhu čoraz viac pritlačí investorov využívajúcich margin alebo iné formy pákového efektu. Naskytá sa preto otázka, ako zasiahne FED. Centrálna banka bude nútená situáciu riešiť v rámci troch možných scenárov. Ak zostane tradičný bankový systém stabilný, FED nemusí zasiahnuť vôbec. Vývoj na akciovom trhu totiž nespadá pod jeho mandát a centrálna banka sa primárne nestará o to, ako sa vyvíjajú ceny akcií. Ak sa však kríza preleje do širšej ekonomiky, napríklad cez prudký rast kreditných rozpätí alebo kolaps na REPO trhu, FED bude nútený zasiahnuť, pretože v systéme zamrzne likvidita. V takomto prípade by sa manažment krízy mohol vyvíjať dvoma smermi, ktoré sme už v histórii zažili. Po roku 2008 nalial FED do systému masívnu likviditu, no keďže ju banky absorbovali a zadržali na svojich súvahách, inflácia v reálnej ekonomike sa neprejavila. Naopak, po pandémii v roku 2020 a následne v roku 2022 naliatie peňazí priamo do obehu vyvolalo jednu z najväčších inflačných vĺn za posledné desaťročia. Vznik inflácie nesúvisel len s rastom peňažnej zásoby, rast agregátu M2 predstavoval 16 % nárast z 15,5 bilióna USD, išlo však aj o ponukové šoky a energetickú krízu. Ak by bol systém oslabený natoľko, že nebankové inštitúcie začnú likviditu zadržiavať, hrozí vznik ďalšej pasce likvidity, podobne ako po roku 2008. Pokiaľ by však tradičné transmisné mechanizmy neboli schopné preniesť likviditu do bankového sektora, FED by bol nútený spustiť bezprecedentné kolá kvantitatívneho

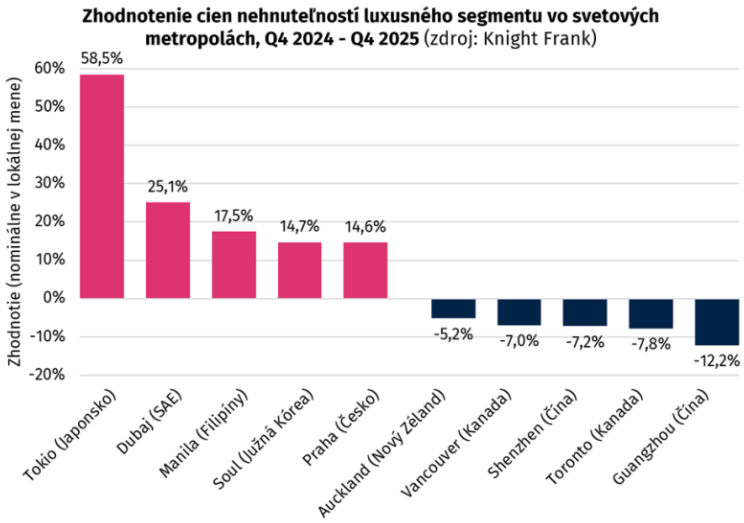
uvoľňovania, čo by vyvolalo obrovské inflačné riziko, s ktorým by musel v nasledujúcich rokoch bojovať. V extrémnom scenári by mohol FED v spolupráci s Ministerstvom financií USA vytvoriť mimoriadne programy na podporu refinancovania podnikov, podobne ako počas pandémie. Tento krok je však spojený s morálnym hazardom, keďže centrálna banka tým prakticky ignoruje trhové oceňovanie rizika a požičiava kapitál takmer komukoľvek výmenou za znehodnotené dlhopisy. Po roku 2008 sa systémové riziko z bánk presunulo do menej regulovaných subjektov, ktoré síce nie sú systémovo významné jednotlivo, no pri koordinovanom nútenom odpredaji aktív dokážu spustiť kaskádovú likviditnú špirálu. Najväčším rizikom dnešného finančného systému preto nie je samotná výška páky, ale skutočnosť, že jej významná časť sa nachádza mimo regulovaného bankového sektora. Ak by sa táto špirála naplno prejavila, centrálna banka by čelila situácii, na ktorú neexistuje historicky overené riešenie bez fatálnych vedľajších ekonomických následkov. Pravdepodobnosť takejto krízy nemožno určiť, avšak významné indikátory naznačujú problémy v systéme, ktoré by mohli zasiahnuť samotnú ekonomiku. Ak by sa opísaný scenár naplnil, dôsledkom by nebol len pokles cien finančných aktív. Zamrznutie likvidity by sa postupne prenieslo do reálnej ekonomiky prostredníctvom drahšieho financovania, poklesu podnikových investícií a slabšej spotreby domácností. Výsledkom by bola recesia sprevádzaná rastom nezamestnanosti a rozsiahlymi zásahmi centrálnych bánk a vlád. Rozhodujúce pritom nebude samotné využívanie páky, ale miera, do akej sa nútené výpredaje aktív prenesú z finančného systému do celej ekonomiky. (mš)

Luxusné nehnuteľnosti v roku 2025: Rekordérom je Tokio

Globálne ceny luxusných rezidenčných nehnuteľností vzrástli v roku 2025 v priemere o 3,2 %, mierne pomalšie než v predchádzajúcom roku (3,6 %). Vyplýva to z indexu PIRI 100 spoločnosti Knight Frank, ktorý sleduje cenové pohyby v top 5 % rezidenčného trhu naprieč 100 svetovými lokalitami. Zo sledovaných trhov zaznamenalo rast 73 a pokles 24 lokalít. Luxusný segment tak opäť prekonal bežný rezidenčný trh, ktorý globálne rástol o 2,9 %. Prime trhy sú menej závislé od hypotekárneho financovania, a teda čiastočne izolované od vyšších úrokových sadzieb.

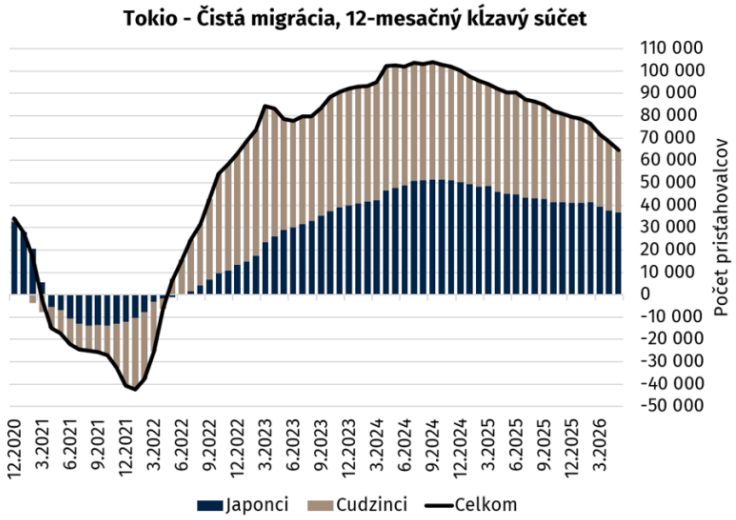
Priemer však zakrýva výraznú regionálnu divergenciu. Rast viedol Blízky východ (+9,4 %, ťahaný Dubajom), nasledovala Latinská Amerika a Karibik (+4,7 %), ázijsko-pacifický región (+3,6 %) a Európa (+3,3 %). Severná Amerika ako jediná klesla (−0,9 %), najmä pre slabosť kanadských trhov. Čínske metropoly ako Guangzhou (−12,2 %) a Shenzhen (- 7,2%) odrážajú pretrvávajúcu krízu čínskeho realitného sektora, spomaľujúci hospodársky rast a oslabenú dôveru kupujúcich. Toronto (-7,8 %) a Vancouver (-7 %) zažívajú korekciu po pandemickom boome. Vyššie náklady na financovanie a ochladenie luxusných predajov zrazili ceny z rekordných úrovní. Pokles zaznamenal aj Londýn (−4,7 %), kde na dopyt tlačia zmeny v zdaňovaní bohatých rezidentov

po zrušení non-dom režimu.



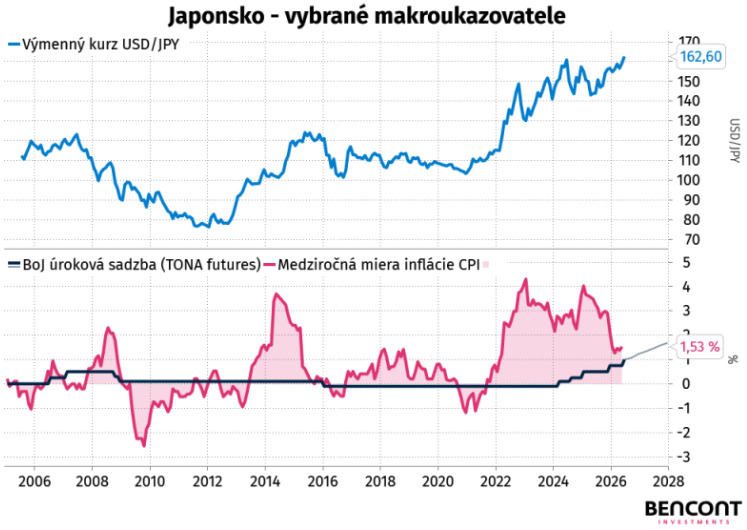
Absolútnym rekordérom roka 2025 sa stalo Tokio s medziročným rastom cien nehnuteľností v luxusnom segmente o 58,5 %, čo je bezprecedentnou hodnotou aj v rámci dvadsaťročnej histórie indexu. Prime ceny v Tokiu vzrástli od roku 2020 kumulatívne o 159,3 % a kúpna sila 1 milióna USD na tokijskom luxusnom trhu klesla za rovnaké obdobie o 41 %. Rast bol koncentrovaný v segmente novopostavených bytov najvyššej kategórie a stála za ním kombinácia viacerých faktorov:

Asi najvýraznejším faktorom bol menový efekt. Za posledný 5 rokov oslabil jen oproti americkému doláru o 47 % a výrazne zlacnil japonské nehnuteľnosti pre zahraničných kupujúcich. Po skončení pandemických opatrení sa spustila vlna zahraničného dopytu, predovšetkým z ázijsko-pacifického regiónu s dominanciou Číny. Tokio zaznamenalo prudký obrat v čistej migrácii z negatívnych čísel z roku 2021, keď dlhodobejší prepad jenu v roku 2024 prilákal vyše 100 tisíc prisťahovalcov na ročnej báze, z čoho približne polovicu tvorili práve cudzinci. Japonsko uplatňuje voči cudzincom mimoriadne otvorenú politiku bez akýchkoľvek legislatívnych obmedzení na nákup nehnuteľností, vďaka čomu môžu zahraniční investori nadobúdať plné vlastnícke práva k pôde, budovám aj komerčným objektom.



Hoci Japonsko ako krajina čelí silnému demografickému úbytku, populácia Tokia rok čo rok rastie aj pre silný trend vnútornej migrácie do urbanistických centier. Tento prílev sa priamo prelieva do dopytu po bývaní v meste s chronicky obmedzenou ponukou prémiových novostavieb. Za pozornosť však stojí, že od konca roka 2024 migračné saldo viditeľne slabne. K polovici roka 2026 kleslo pod 65 000 osôb, pričom spomaľuje domáca aj zahraničná zložka. Ak sa trend potvrdí, jeden z pilierov tokijského dopytu môže postupne strácať na sile.

Zatiaľ čo väčšina vyspelých ekonomík strávila posledné roky bojom s vysokými úrokovými sadzbami, Japonsko si udržalo mimoriadne uvoľnené menové podmienky a nízke náklady na financovanie. Úrokovú sadzbu začala BoJ zvyšovať až na začiatku roka 2024 z úrovne -0,1 % na dnešnú úroveň 1 %, čím zostáva financovanie nehnuteľnosti v Japonsku ešte stále bezkonkurenčne nízko nákladové. Tokio profitovalo z globálneho apetítu investorov po stabilnom a bezpečnom prístave kapitálu, pričom v medzinárodnom porovnaní ku koncu roka 2025 Tokio dorovnalo cenovú úroveň svetových metropol. Za 1 milión USD sa dalo kúpiť byt v luxusnom segmente v Tokiu a Paríži s rozlohou 37 m2 , v New Yorku 34 m2 a v Londýne 33 m2 .



Rok 2025 potvrdil, že luxusné bývanie prestalo rásť plošne. Kapitál sa koncentruje do menšej skupiny miest ponúkajúcich stabilitu, výhodnú menovú dynamiku a dlhodobý investičný príbeh – ťažisko sa pritom viditeľne presúva do Ázie a na Blízky východ. Otázkou zostáva udržateľnosť rastu cien japonských nehnuteľností. Rast ťahaný kurzom a úzkym segmentom novostavieb je citlivý na obrat v politike Bank of Japan a potenciálne posilnenie jenu. Trhy naceňujú rast úrokovej sadzby BoJ na 2 % v roku 2028, čo by v globálnej menovej politike mohlo znamenať normalizáciu menovej politiky Japonska a ukončenie úrokových a menových arbitráží s japonským jenom. Potenciálne zhodnotenie jenu v budúcnosti tak predstavuje aditívne menové zhodnotenie pre investorov do japonských aktív. Na druhú stranu zhodnotenie jenu pravdepodobne vyvolá aj tlak na predaj japonských aktív a korekciu cien nehnuteľností v Tokiu. (fw)

Rusko zápasí s nedostatkom paliva po dronových útokoch

Intenzívny útok ukrajinských dronov na ruskú infraštruktúru prináša prvé celkové dopady na ruskú ekonomiku. Z rastúceho vplyvu ukrajinských dronov nad ruským územím (o tom sme písali už v BWR 21) vyplýva, že Ukrajine sa od marca 2026 podarilo zasiahnuť minimálne 50 objektov ropného priemyslu. Systematické útoky v máji a júni 2026 viedli k redukcii výroby benzínu o približne 25 % na úroveň 85-tisíc ton denne, pričom letný dopyt sa pohybuje na úrovni 110-tisíc ton denne, čo vytvára štrukturálny deficit približne 25-tisíc ton denne. Zasiahnutých bolo už 10 najväčších ruských rafinérií.

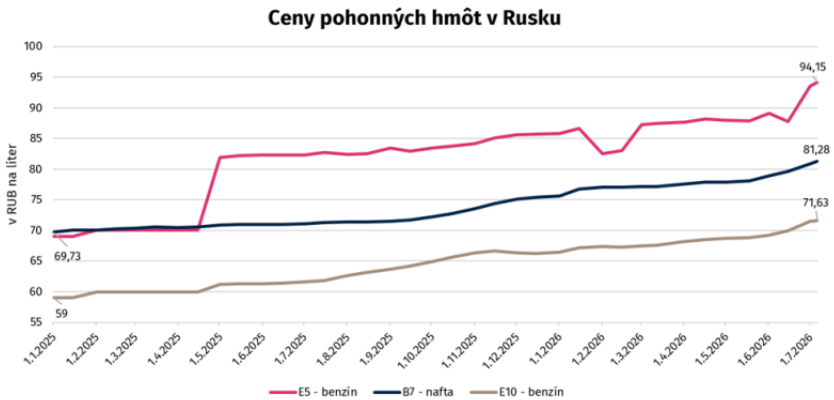
Kritickým bodom bolo dvojnásobné zasiahnutie moskovskej rafinérie Kapotnya (odtiaľto pochádza aj populárna fotografia s odleteným poklopom zásobníka), ktorá zostane odstavená minimálne do konca roka 2026, čo destabilizovalo zásobovanie v hlavnom meste. Podľa odhadov je mimo prevádzky viac ako 20 % celkovej ruskej rafinérskej kapacity.

Ukrajinská dronová stratégia spočíva v snahe rozptýliť ruské protidronové obranné sily po celom území Ruska, čím sa znižuje celková efektivita zachytávania dronov nad ruským územím. Aj vďaka vývoju dronov s dlhým doletom sa Ukrajine podarilo zasiahnuť aj jednu z posledných hlavných rafinérií v Omsku, ktorá je vzdialená takmer 2 500 km od ukrajinského územia. Hoci Rusko disponuje veľkým počtom prostriedkov protivzdušnej obrany, nedokáže chrániť každú rafinériu, muničný sklad či logistický uzol, čo Ukrajine umožňuje postupne oslabovať kritické časti ruskej vojnovej ekonomiky.

Väčšina ruských regiónov hlási nedostatok paliva – 3. júl 2026:



Zdroj: Analýza CNN - Anna Chernova, Clare Sebastian a Lou Robinson



Zdroj: autotravel.ru

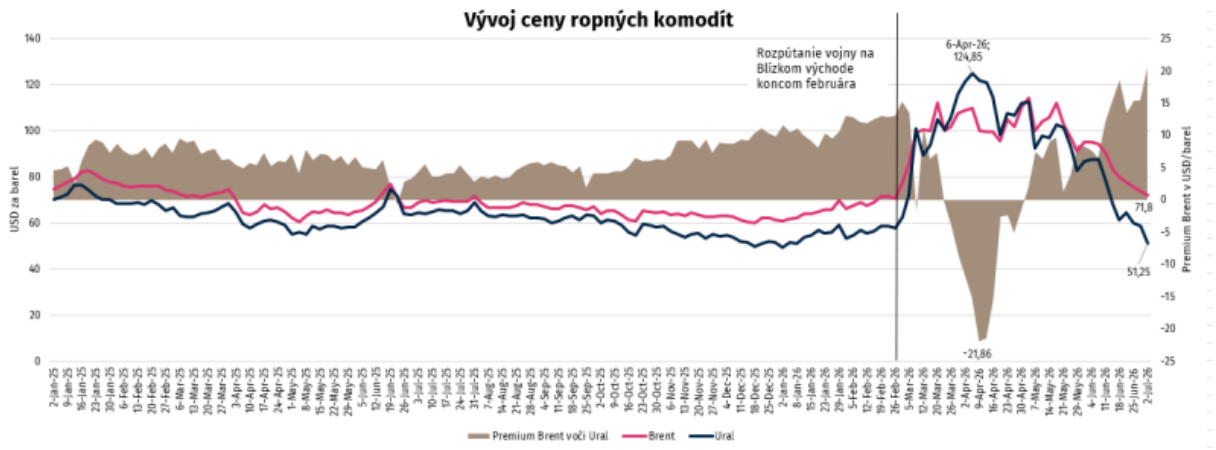
V júni vláda zakázala export leteckého paliva do novembra tohto roka, kým nedôjde k stabilizácii dodávok. Kríza zasiahla 82 z 83 federálnych subjektov Ruska a viac ako 40 regiónov zaviedlo limity na predaj palív. Na Kryme a v Sevastopole platí od 26. júna stav núdze, pričom predaj je obmedzený na 20 litrov na zákazníka prostredníctvom predplatených poukážok. Východná Sibír hlási zastavenie predaja benzínu súkromným osobám v Irkutskej oblasti, Zabajkalsku a Burjatsku.

Keď sa pozrieme na vývoj cien palív v Rusku, môžeme vidieť, že od januára 2025 narástli ceny benzínu E5 a nafty zo 70 RUB/liter na dnešnú hodnotu 94,2 RUB/liter pri benzíne a 81,3 RUB/liter pri nafte.

Len od začiatku júna vzrástli ceny benzínu o 6,7 %, čo predstavuje najstrmší mesačný nárast od roku 2009.

V Sevastopole a na Kryme hlásili súkromné čerpacie stanice ceny benzínu v rozmedzí 185 – 199 RUB/liter, čo výrazne prevyšuje oficiálne štatistiky. Ceny benzínu sú aj vďaka vládnym dotáciám prostredníctvom tzv. damperov (vratiek) držané o 20 – 30 RUB/liter nižšie, než by bola ich trhová úroveň. Príkladom sú ceny v Moskve, kde technicky mierne klesli o 0,7 %, hoci mesto čelí kolapsu dodávok pre odstavenie okolitých rafinérií. To následne vedie k obmedzovaniu množstva paliva na jedno auto a k masívnemu zatváraniu súkromných čerpacích staníc.

Štátny štatistický úrad Rosstat prestal v pravidelných bulletinoch publikovať podrobné údaje o cenách benzínu podľa regiónov, čo naznačuje snahu o utajenie citlivých dát a manipuláciu údajov smerom k občanom.



Zdroj: Incorrys – Brent/Urals differential 2022-2026

Ceny ropy Brent sa dlhodobo obchodovali s prémiou na úrovni 5 – 10 USD za barel oproti ruskej rope Urals. Po začiatku konfliktu na Blízkom východe však ropa Ural zaznamenala výrazný rast ceny v dôsledku obmedzených svetových dodávok. Na túto situáciu reagovali aj ďalšie krajiny, ktoré pristúpili k väčšiemu dovozu ropy z Ruska. To spôsobilo rast ceny ropy Ural až na úroveň 124,9 USD/barel začiatkom apríla, pričom v určitom období dosahovala výrazne vyššiu cenu než Brent, a to až o 21,9 USD/barel. Po postupnej deeskalácii medzi USA a Iránom a zároveň po výraznom zvýšení exportu surovej ropy z Ruska (v júni 2026 dosiahol export surovej ropy maximum roka, v priemere 3,83 mil. barelov denne) vznikol na trhu prebytok ponuky, ktorý stlačil ceny ropy Ural nadol. V súčasnosti sa tak obchoduje nižšie než pred začiatkom konfliktu na Blízkom východe, na úrovni približne 51 – 52 USD/barel, zatiaľ čo ropa Brent si opätovne drží prémiu na úrovni približne 20 USD/barel.

Z dôvodu nedostatku výrobných aj zásobovacích kapacít začalo Rusko palivá importovať. Rusko začalo dovážať 60-tisíc ton benzínu mesačne z Indie s plánom zvýšiť tento objem na 400-tisíc ton mesačne. Moskva zároveň požiadala Kazachstan o núdzové dodávky 50-tisíc ton benzínu a zvyšuje aj odbery z bieloruských rafinérií v Mozyre a Novopolocku.



Aktuálna situácia nepomáha ani verejným financiám Ruska, ktoré sú naplánované na dlhodobé udržanie priemernej ceny ropy Ural na úrovni 59 USD/barel počas celého roka 2026. Hoci jún 2026 priniesol medzimesačný rast príjmov o 38 % vďaka dozvukom vysokých cien, očakáva sa, že júlové dáta už naplno zohľadnia prepad cien k úrovni 50 USD/barel. Rozpočtový deficit za prvých päť mesiacov roka 2026 dosiahol 6 bil. RUB, čo je o 60 % viac než celoročný plán. Kombinácia nízkych exportných cien a domácej palivovej krízy viedla k revízii prognózy rastu HDP na rok 2026 z 1,3 % na úroveň 0,4 %, pričom hospodársky rast bude naďalej primárne tlačený najmä rastúcimi výdavkami na obranu, ktoré vzrástli o 40 % nad pôvodný rozpočet.

Neistota ohľadom ekonomickej stability krajiny sa prejavila aj v raste výnosov na 10-ročných dlhopisoch, ktoré sa dnes pohybujú na úrovni 16,7 % a približujú sa k maximu z októbra 2024, keď dosiahli 16,9 %. Krátkodobá aj strednodobá prognóza pre Rusko zostáva zatiaľ negatívna a v najbližších mesiacoch nemožno očakávať výrazné zlepšenie. (mmm)

Rozdiel vo výnose amerického indexu v porovnaní so svetovým indexom

Americká dominancia v akciových tituloch naďalej pokračuje. Keď zhodnotíme obdobie 26 rokov, MSCI index zameraný len na USA dosiahol výnos 744,9 %, zatiaľ čo svetový index MSCI za rovnaké obdobie len 579,5 %. Tento výrazný rozdiel sa začal prehlbovať od roku 2015. Dovtedy mali indexy podobnú trajektóriu a dosahovali aj podobný výnos.

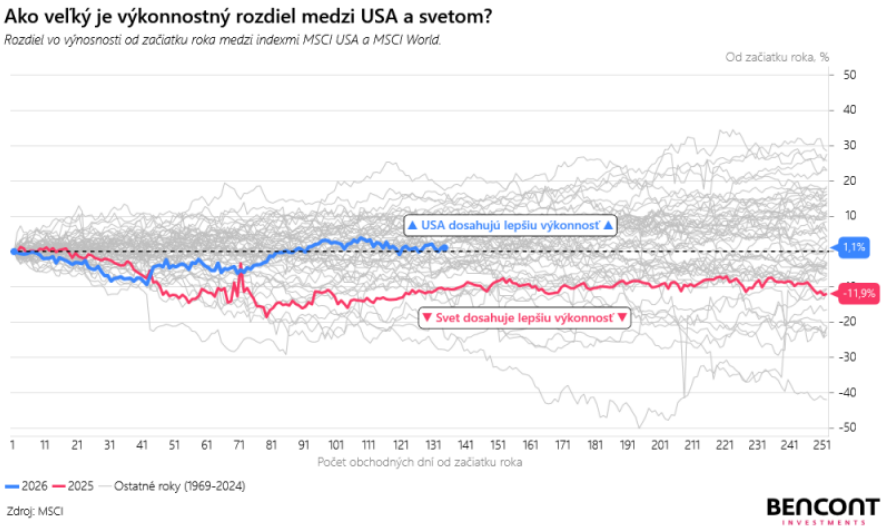
Inovačné technológie na americkom trhu sa prejavili aj v dominancii top 10 technologických spoločností na svete, kde 9 z 10 spoločností primárne pochádza z USA. Americký trh profituje aj z priaznivejších demografických prognóz, čo sa následne prejavuje aj vo výraznejšom raste produktivity oproti ostatným krajinám G7. Následne je tu aj korporátna ziskovosť, ktorá aktuálne dosahuje okolo 15 %, zatiaľ čo pri svetovom indexe bola o niečo nižšia, na úrovni 11,4 %. Európske a japonské akciové spoločnosti dosahujú nižšiu ziskovosť, čo znižuje ziskovosť celého indexu. A keď k tomu ešte pripočítame viac proakcionársky naklonenú náladu v podobe vyplácania dividend alebo spätných odkupov akcií, máme dôvody, prečo sú práve americké akciové indexy zaujímavejšie než ostatné trhy.

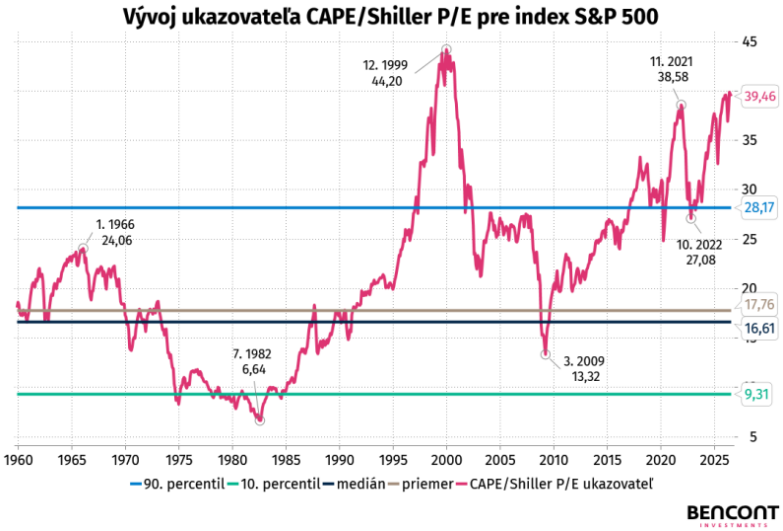
Americké akciové tituly si dlhodobo držia veľkú alokáciu, približne 60 – 65 % svetovej kapitalizácie, už od 50. rokov minulého storočia. Výnimkou bol koniec 80. rokov, keď sa alokácia USA znížila na úroveň 32 % z dôvodu rastu japonského akciového trhu.

> **Dnes sa v rámci svetových indexov opäť pohybujeme pri alokácii 65 % až 70 % amerických titulov.**

V súčasnosti sa primárne viac darí americkým akciovým titulom než svetovému indexu, a to približne o 1,2 %. Dôvodom sú negatívnejšie dopady vojny na Blízkom východe na európske a ázijské indexy. Minulý rok však dominoval primárne svetový index, ktorý zarobil približne o 12

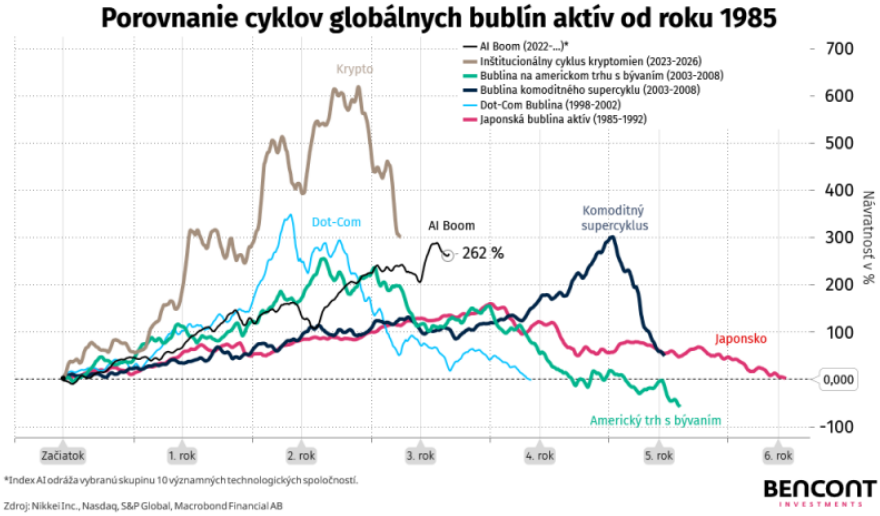
% viac než americké indexy, a to vďaka čiastočnému colnému rozruchu, ktorý od apríla 2025 rozpútal Trump. Tým sa kapitál čiastočne presunul naspäť do národných akciových titulov.





Jedným z rizík, ktoré sa často objavuje, je vyššia valuácia amerických titulov v porovnaní s historickým priemerom. Aktuálne cyklicky upravené P/E, inak nazývané aj Shillerovo P/E, dosahuje úroveň 39,5-násobku ziskov, pričom medián za posledných viac ako 100 rokov dosahuje úroveň 16,6-násobku. Už presiahlo úroveň dosiahnutú v roku 2021 a približuje sa k historickému maximu počas dot-com bubliny v roku 1999 na úrovni 44,2-násobku. Jedným z rozdielov však je, že primárne veľké tituly sú zatiaľ vo svojej podstate ziskové. Aktuálne však dochádza u hyperscalerov k výraznému prepadu voľného peňažného toku z dôvodu rastúcich kapitálových výdavkov do AI infraštruktúry, čo znižuje potenciálnu návratnosť pre akcionára (o štruktúre trhu s AI sme písali už v BWR 19). Príkladom je spoločnosť Alphabet (Google), ktorá nielenže prestala odkupovať svoje akcie prostredníctvom programov spätného odkupu, ale dokonca plánuje vydávať nové akcie na získanie kapitálu vo výške 80 mld. USD.

Taktiež sa jednotlivé segmenty stávajú čoraz atraktívnejšími na zahraničných trhoch. Príkladom sú zbrojárske spoločnosti v Európe, ktoré sa stávajú atraktívnejšími z dôvodu čiastočnej deglobalizácie od amerických systémov a väčšej sebestačnosti v obrannom priemysle. V neposlednom rade aktuálny rast polovodičových firiem, ako sú SK Hynix alebo Samsung, napomohol tomu, že kórejský index KOSPI narástol od začiatku roka o takmer 70 % (podrobnejšie sme o indexe KOSPI písali v BWR 22). Rovnako sa japonské akcie stávajú atraktívnejšími vďaka zmene pravidiel na burze v Tokiu, ktorá viac núti firmy vracať hodnotu akcionárom. Od roku 2018 sa spätné odkupy akcií viac než zdvojnásobili a priemerná dividendová výplata sa zvýšila zo 40 % na viac ako 70 %, aby nedochádzalo k nadmernému udržiavaniu kapitálu vo firmách. Ak zahrnieme aj nižšiu valuáciu v porovnaní s americkými indexmi, zahraničné trhy sa tak stávajú čoraz atraktívnejšími v porovnaní s minulosťou.



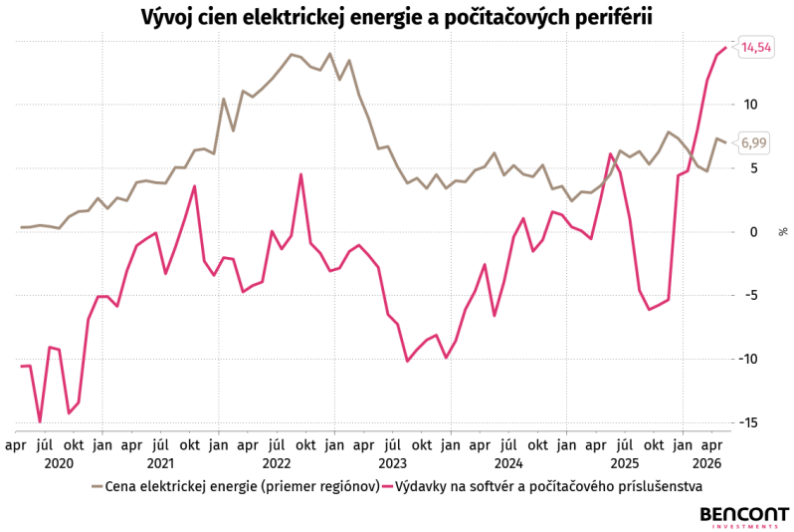
V aktuálnej situácii na trhu prebieha boom v oblasti AI, ako aj s tým súvisiaci polovodičový rozmach, ktorý je primárne ťahaný spoločnosťami z USA. Top 10 titulov charakterizovaných ako AI kategória (MAG 7) narástlo spoločne až o 261 % za posledné 3 roky, pričom ide zatiaľ o výrazný rast v porovnaní s ostatnými bublinami v histórii. Hoci pri AI trende zatiaľ nevieme, kedy skončí, pri raste polovodičových firiem je to ľahšie odhadnuteľné. Zatiaľ sa na trhu pamätí v rokoch 2026 až 2027 očakáva výrazný nedostatok, avšak už v roku 2028 sa očakáva, že ponuka by mala výrazne narásť, čo môže viesť k poklesu cien pamätí a následne aj k poklesu cien akcií výrobcov polovodičov.

Hoci americká výnimočnosť v akciových tituloch nateraz pokračuje, riziko vyššej inflácie v krajine zostáva, čo naďalej núti Fed k zvyšovaniu sadzieb, čo by pre akciový trh nebolo veľmi pozitívne. Keď k tomu zahrnieme nadpriemernú valuáciu amerického indexu a veľmi pozitívne očakávania ziskov na nasledujúcich 12 mesiacov, na trhu máme optimistickú náladu, ktorá však môže byť ľahko narušená, pokiaľ sa prejavia prvé známky spomalenia rastu ziskovosti u veľkých

hráčov. (mmm)

Ako AI poháňa ďalšiu vlnu inflácie

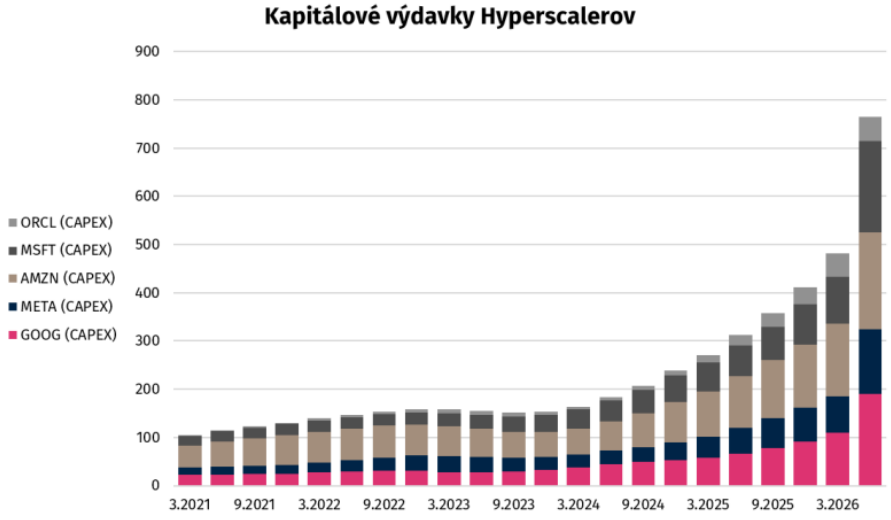
Index spotrebiteľských cien softvéru a počítačového príslušenstva vzrástol za posledný rok o takmer 15 %. Za týmto rastom stojí najmä prudké zdražovanie pamätí DRAM, ktorých ceny sa na štvrťročnej báze takmer zdvojnásobili. Ďalšou významnou oblasťou rastu cien, ktorá úzko súvisí s masívnou výstavbou infraštruktúry pre umelú inteligenciu, je elektrická energia. V rámci Spojených štátov stúpla cena elektriny o takmer 7 % medziročne. Investičná banka Goldman Sachs pritom predpokladá, že globálny dopyt po elektrickej energii vzrastie do roku 2027 približne o 50 % a do roku 2030 sa v porovnaní s rokom 2023 zvýši až o 165 %. Súčasný rast cien počítačového príslušenstva pre koncových spotrebiteľov navyše plne neodráža skutočné náklady výrobcov. Rast veľkoobchodných cien v tomto odvetví medziročne vzrástol o približne 27 %, čo znamená, že inflácia sa z výrobného sektora ešte nepreliala k spotrebiteľom v plnej sile. Na druhej strane je však potrebné brať do úvahy, že celkový podiel výdavkov na počítačové príslušenstvo a elektrickú energiu má v spotrebiteľskom koši relatívne malú váhu, ktorá sa pohybuje na úrovni okolo 2 %



Čo stojí za touto infláciou

Súčasný inflačný vývoj je poháňaný najmä masívnou výstavbou dátových centier pre umelú inteligenciu, v súvislosti s čím sa v ekonomických kruhoch začína hovoriť o nástupe tretej

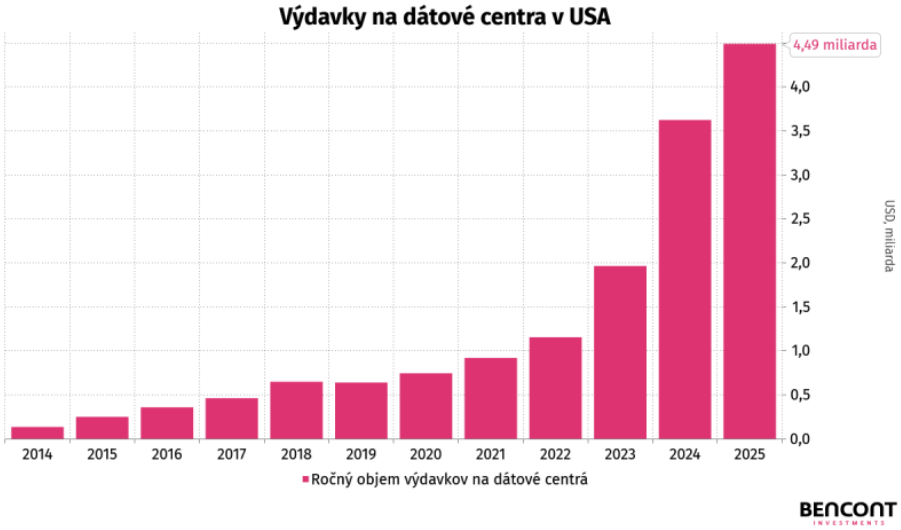
inflačnej vlny. Prvá vlna inflácie sa spája s polovicou roka 2025, keď prezident Donald Trump zaviedol 25-percentné recipročné clá na takmer všetky importované tovary do USA. Druhá vlna bola dôsledkom energetickej krízy a rastu cien komodít po uzavretí strategického Hormuzského prielivu. Ceny ropy WTI zaznamenali pod vplyvom tohto konfliktu takmer dvojnásobný nárast. Hoci sa ceny ropy po uzavretí mierovej dohody nakrátko dostali pod predvojnovú úroveň, ukazuje sa, že dohoda bola veľmi krehká a americký prezident ju medzitým zrušil. Ceny ropy by však v strednodobom horizonte zostali na zvýšených úrovniach aj bez eskalácie, a to z dôvodu globálneho výpadku produkcie v objeme približne 1,4 miliardy barelov za 110 dní konfliktu. Trh navyše tlačí nahor nutnosť dopĺňania strategických ropných rezerv SPR v USA, ktoré začiatkom júla klesli na 319,5 milióna barelov. Dostali sa tak na najnižšiu úroveň od roku 1983 a prelomili hranicu 320 miliónov barelov. Aktuálna tretia vlna sa prejavuje najmä rastom spotrebiteľských cien počítačového príslušenstva a hardvéru. Spoločnosť Apple pod týmto tlakom zvýšila ceny svojich zariadení o stovky dolárov, čo odôvodnila kritickým zdražením pamätí DRAM. Za nedostatkom a rastom cien týchto komponentov stojí masívny investičný cyklus hyperscalerov, ktorí plánujú v tomto roku vynaložiť na výstavbu dátových centier a AI infraštruktúry rekordných 741 miliárd USD.



Vyššia produktivita, liek na infláciu

Niektorí ekonómovia tvrdia, že vyššia produktivita, ktorú umelá inteligencia prinesie, bude mať dezinflačný vplyv. S vysokou mierou pravdepodobnosti je to pravda, avšak je potrebné preskúmať, v ktorých sektoroch AI túto produktivitu skutočne zvyšuje. Umelá inteligencia totiž transformuje najmä administratívne a intelektuálne služby, zatiaľ čo súčasné inflačné tlaky

pramenia z takzvanej „starej ekonomiky“, teda z priemyslu a výroby. V prvom kvartáli roku 2026 mali služby dominantný, až 73,1-percentný podiel na americkom HDP. Pri súčasnej reindustrializácii, ktorá je spojená s masívnou výstavbou dátových centier náročných na fyzický kapitál, však dochádza k zásadnému posunu. Technologickí giganti sa transformujú z modelov nenáročných na aktíva (asset-light) na modely s vysokým podielom fixných aktív (asset-heavy). V dôsledku toho je veľmi pravdepodobné, že zvýšená produktivita v sektore služieb nebude mať na znižovanie celkovej inflácie požadovaný efekt. Očakáva sa, že globálna hodnota infraštruktúry dátových centier do roku 2032 presiahne sumu 8 biliónov USD. Pri šesťročnom cykle odpisovania táto suma predstavuje obnovovacie investície vo výške približne 1,3 bilióna USD ročne, pričom v tomto čísle nie sú započítané žiadne rastové investície do novej kapacity. Pokračujúci rast inflácie bude preto poháňaný tromi hlavnými faktormi: rastom miezd špecializovanej pracovnej sily v stavebníctve a strojárstve, zdražovaním materiálových vstupov a stúpajúcimi cenami elektrickej energie. Hoci vyššia produktivita v sektore služieb skutočne zapríčiní vyšší výstup na jedného pracovníka, AI v tomto špecifickom prípade nemusí vyvolať klasický šokový nárast spotrebiteľských cien, ako sme to videli pri predošlých krízach. S vysokou pravdepodobnosťou však vytvorí trvalý, dlhodobý investičný a nákladový tlak na celú globálnu ekonomiku.



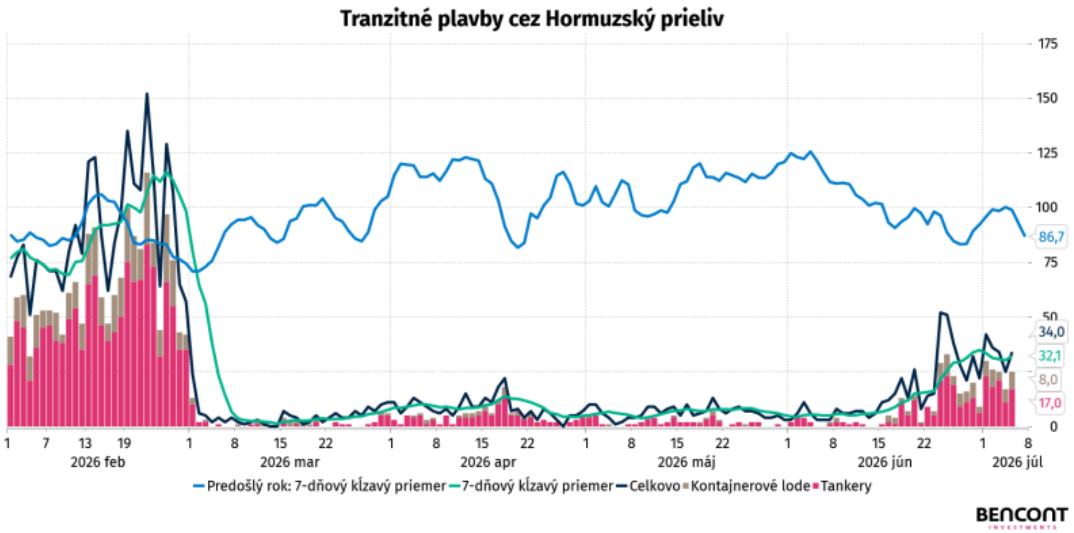
Záver

Hoci sa niektorí domnievajú, že umelá inteligencia predstavuje len prechodný investičný cyklus, po ktorom príde k škrteniu výdavkov, oveľa pravdepodobnejší je scenár, v ktorom sa z AI stane trvalá infraštruktúra vyžadujúca každým rokom viac kapitálu. Na rozdiel od tradičných

infraštruktúrnych projektov, ktoré sa vybudujú, odpisujú sa 25 rokov a počas tejto doby prejdú modernizáciou približne každých desať rokov, čelia AI dátové centrá oveľa závažnejšiemu problému. Intelektuálna podstata a architektúra samotných čipov totiž zastarávajú takmer okamžite pod tlakom príchodu modernejších a energeticky efektívnejších polovodičov. Ak chcú technologickí giganti využívať najvýkonnejšiu technológiu na trhu, sú nútení do nej investovať nepretržite. Zároveň zostáva otázkou, koľko dátových centier dokážu hyperscaleri v tomto napätom období reálne postaviť. Neustále sa zvyšujúce kapitálové výdavky totiž nemusia automaticky znamenať rovnaký nárast výpočtového výkonu. Kým v roku 2020 stála výstavba 1 MW výkonu približne 7,7 milióna USD, v roku 2025 sa táto suma pohybovala okolo 10,7 milióna USD, pričom na rok 2026 sa odhaduje na úrovni 11,3 milióna USD. Tieto náklady zachytávajú najmä fyzickú dátacentrovú kapacitu, nie plne vybavený AI výpočtový stack. Plné vybavenie grafickými čipmi sa odhaduje na ďalších 25 miliónov, čo kumulatívne dosahuje približne 36,3 milióna na MW. To predstavuje priemerný ročný nárast nákladov na úrovni približne 7 %, a to aj napriek tomu, že v tomto období nepozorujeme taký výrazný cenový skok pri samotných čipoch a základných stavebných materiáloch. Avšak za toto sledované obdobie vzrástla aj samotná efektivita grafických čipov. Súčasný generálny riaditeľ spoločnosti IBM vyjadril vážne znepokojenie nad samotným tempom rastu investičných výdavkov. Podľa jeho slov, ak je globálny trh nastavený na objem 8 biliónov USD a vybudovanie 1 GW výkonu stojí hyperscalerov približne 80 miliárd USD, ide o ekonomicky ťažko obhájiteľný obchodný model. Skutočné náklady na vybudovanie 1 GW sú podľa jeho definície skôr agresívne, hoci sa sám odvoláva, že ekonomická realita bude takto o chvíľu vyzerať. Táto agresívna predpoveď počíta s tým najluxusnejším vybavením a ochotou stavať vlastné energetické zdroje na zelených lúkach. Pri takomto tempe kapitálových výdavkov by totiž systémy umelej inteligencie museli generovať obrovské finančné zisky už len na samotné pokrytie prevádzkových nákladov a neustálu obnovu infraštruktúry. Ak by sme vychádzali z predpokladu, že táto masívna infraštruktúra musí investorom poskytovať aspoň 10-percentnú návratnosť na investovaný kapitál, čistý zisk by sa musel pohybovať na úrovni 800 miliárd USD ročne. Agentúra Bloomberg pritom očakáva, že celkové globálne výnosy z AI modelov dosiahnu v roku 2032 približne 1,3 bilióna USD. V takomto prípade by len samotné kapitálové náklady spojené s prevádzkou a obnovou dátových centier odčerpali extrémnych 62 % všetkých vygenerovaných výnosov. Okrem finančnej náročnosti naráža tento model aj na tvrdé fyzikálne limity. Pri celkovom výkone infraštruktúry na úrovni 100 GW by dátové centrá spotrebovali približne 876 TWh elektrickej energie ročne. To predstavuje zhruba 2,7 % dnešnej globálnej spotreby elektriny, čo kladie bezprecedentné nároky na prenosové sústavy a stabilitu energetických sietí po celom svete. (mš)

Znovu zatvorenie Hormuzu

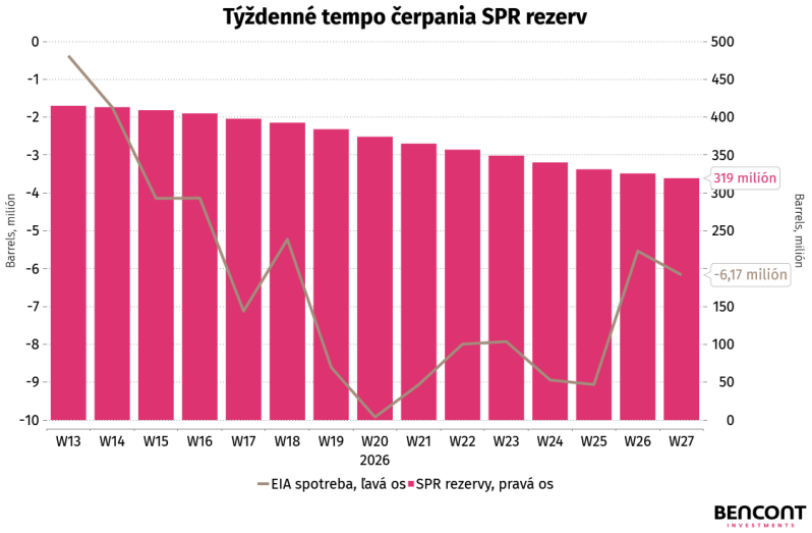
V stredu 8. júla 2026 došlo k opätovnému vypuknutiu vojenských stretov medzi USA a Iránom, keď prezident Donald Trump predčasne ukončil osemtýždňové prímerie a vyhlásil, že dohoda definitívne stratila platnosť. Spojené štáty počas tejto vojenskej operácie zasiahli 90 vojenských cieľov, čo bolo priamou reakciou na obnovené iránske útoky proti komerčnej lodnej doprave prechádzajúcej cez prieliv. Irán na túto ofenzívu odpovedal odvetnými údermi na ciele v Kuvajte a Bahrajne. Celá situácia si preto opäť vyžiadala faktické zablokovanie Hormuzského prielivu. Hoci je táto námorná trasa formálne stále otvorená, v dôsledku vysokého bezpečnostného rizika sa javí ako efektívne uzavretá. Podľa denníka The Wall Street Journal dosahoval priemerný počet lodí prechádzajúcich cez prieliv počas prímeria približne 30 až 50 plavidiel denne. Obnovenie priamych bojov však hneď v prvý deň zapríčinilo pokles tranzitu na 25 lodí.



Nízke SPR a globálna strata

V ten istý deň boli zverejnené týždenné pohyby strategických ropných rezerv (SPR) v USA, ktoré od minulého týždňa zaznamenali pokles o takmer 6,2 milióna barelov na konečných 319,5 milióna barelov. Tieto štátne zásoby zohrávajú v celom konflikte kľúčovú rolu, keďže práve vďaka ich masívnemu uvoľňovaniu sa doteraz darilo tlmiť cenové šoky na komoditných trhoch. Od začiatku konfliktu klesol objem SPR o približne 96 miliónov barelov, čo v priemere predstavuje čerpanie na úrovni 5,6 milióna barelov týždenne. Treba si uvedomiť, že hoci bol prieliv efektívne uzavretý už od 28. februára, jednotlivým tankerom trvalo niekoľko týždňov, kým prepravovaný náklad doručili na miesto určenia. Z tohto dôvodu sa významný prepad

v rezervách prejavil až s mesačným oneskorením. Počas prvých 30 dní konfliktu sa zásoby SPR takmer nezmenili. K drastickému obratu došlo až za posledných 84 dní, počas ktorých rezervy klesli o približne 90 miliónov barelov, čo predstavuje takmer 94 % celkového doteraz vyčerpaného objemu. Hoci cez Hormuzský prieliv v posledných dňoch pred obnovením bojov prechádzalo viac lodí, fyzické dodávky novej ropy nestihli doplniť dostatočnú kapacitu na to, aby sa čerpanie rezerv v strednodobom horizonte zastavilo. Naopak, ich úbytok plynule pokračuje ďalej. Cez prieliv za normálnych okolností prechádza približne 20 % svetovej produkcie, čo predstavuje zhruba 20 miliónov barelov ropy denne. Keďže prostredníctvom alternatívnej siete ropovodov sa podarilo odkloniť len 7 miliónov barelov, zvyšných 13 miliónov barelov denne tvorí čistý globálny deficit. Za celý čas trvania konfliktu tak svetová ponuka prišla o viac ako 1,4 miliardy barelov ropy.



Záver

Kritická hranica SPR v USA sa nezadržateľne blíži. Pri súčasnom tempe čerpania, ktoré presahuje 6 miliónov barelov týždenne, sa dosiahnutie psychologickej úrovne 300 miliónov barelov odhaduje už o približne tri týždne. Hoci samotné prekonanie tejto hranice nespôsobí okamžitý kolaps hospodárstva, trhy naň zareagujú citlivo. Ak zásoby SPR klesnú pod toto kritické minimum, cena ropy začne zahŕňať výrazne vyššiu geopolitickú rizikovú prirážku a globálny dopyt po zabezpečení fyzických dodávok bude ešte agresívnejší. Medzičasom pritom ceny ropy pre prechodný optimizmus klesli pod 70 USD za barel v prípade severomorskej ropy Brent aj americkej ľahkej ropy WTI, čím nakrátko vymazali celý vojnový nárast. Po najnovšej eskalácii konfliktov však ceny okamžite zareagovali a vzrástli o 5 %. Je viac než pravdepodobné, že ak si

situácia udrží minimálne rovnaké vojenské a geopolitické nasadenie ako donedávna, ceny ropy zamieria výrazne vyššie, než sme to videli v marci 2026, keď sa vyšplhali nad úroveň 120 USD za barel. (mš)

Tržby a zisky slovenských firiem v roku 2025

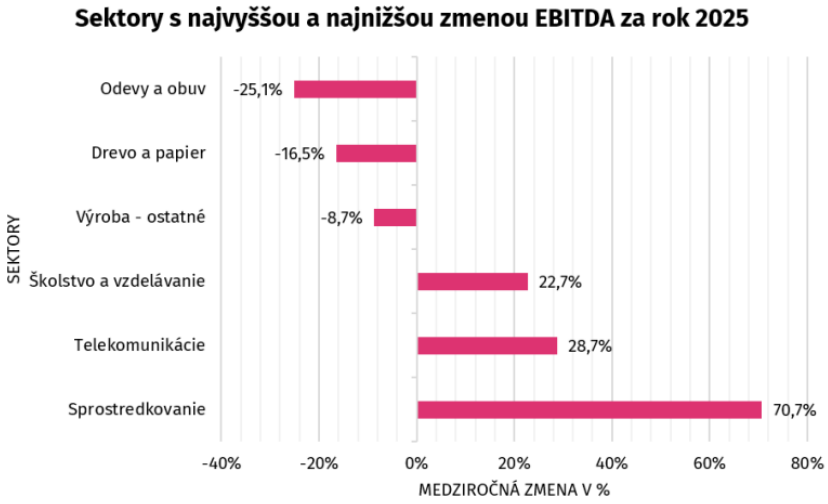
Po porovnaní takmer 300-tisíc firemných účtovných závierok celkové tržby slovenských firiem vzrástli medziročne o 3,4 % na 279,65 mld. EUR. Rast ziskovosti sa však citeľne spomalil. EBITDA (zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi) sa zvýšila o 5,3 %, zatiaľ čo čistý zisk firiem stúpol o 6,1 %. Za priemernými číslami sa však skrýva výrazná odvetvová rôznorodosť. Kým sieťové odvetvia a energetická infraštruktúra ťažili zo stabilnejšieho trhového prostredia, spracovateľský priemysel naviazaný na globálny dopyt čelil pretrvávajúcemu tlaku na marže a zvýšeným prevádzkovým nákladom.

Rok	Tržby	Tržby % zmena	Zisk	Zisk % zmena	EBITDA	EBITDA % zmena
2023	267,59	0,073	13,66	0,204	25,87	0,135
2024	270,37	0,01	13,5	-0,012	26,97	0,043
2025	279,65	0,034	14,32	0,061	28,4	0,053

EBITDA za rok 2025 odhaľuje hlboké rozdiely naprieč odvetviami. Najväčší prepad zasiahol sektor odevov a obuvi (-25,1 %), kde malo zásadný negatívny vplyv definitívne zatvorenie výrobného závodu ECCO Slovakia v Martine kvôli nepriaznivému obchodnému a ekonomickému vývoju. Výrazné straty sme evidovali aj v sektore spracovanie dreva a papiera (-16,5 %), kde sektor dlhodobo bojuje s drahšou vstupnou surovinou (drevom) a nižšími svetovými cenami papiera. Poklesu nezabránil ani fakt, že kľúčový hráč Mondi SCP Ružomberok sa po predchádzajúcich stratách snažil stabilizovať hospodárenie prostredníctvom úsporných opatrení a zmeny vo vedení. Pokles sektoru ostatnej výroby (-8,7 %) bolo spôsobené hlavne, drahšími subdodávkami a slabším dopytom z kľúčových európskych trhov (najmä z Nemecka), ktoré stiahli dole menších slovenských spracovateľov, ktorí nedokázali absorbovať rastúce mzdové náklady.

Na opačnom konci rebríčka dominoval sektor sprostredkovania, teda firmy zabezpečujúce obchodné, logistické a dodávateľské prepojenia medzi výrobcami a koncovými odberateľmi s medziročným rastom až o 70,7%. Tento výsledok súvisel najmä s rozmachom zbrojárskeho

priemyslu. K rastu významne prispela aj spoločnosť MSM Export, ktorá svoje tržby strojnásobila. Výrazné oživenie zaznamenali aj telekomunikácie (+28,7 %), kde lídri ako Slovak Telekom ťažili z rastu výnosov po úspešnom masívnom investovaní do 5G infraštruktúry. Školstvo a vzdelávanie zaznamenalo oživenie vďaka rastúcemu dopytu po firemnom vzdelávaní, rekvalifikačných kurzoch a expanzii súkromných vzdelávacích inštitúcií a autoškôl, ktoré úspešne premietli vyššie náklady do koncových cien, čím sektor vykazoval +22,7 % nárast EBITDA.



Prudký nárast ziskovosti sektora naviazaného na zbrojársku výrobu, nie je len štatistikou, ale smerom, kam sa presúva veľká časť slovenského priemyselného kapitálu v aktuálnej svetovej situácií. Korporátne zisky aj v roku 2025 naďalej podporovali najmä sieťové a regulované odvetvia, pričom dominantnú pozíciu potvrdila energetika so Slovenskými elektrárňami, ktoré sa stali opäť najziskovejšou firmou v Slovenskej republike s čistým ziskom dosahujúcim takmer 980 miliónov eur za rok 2025. K tomuto zisku dopomohol aj nábeh tretieho bloku jadrovej elektrárne Mochovce. Významným pilierom tohto odvetvia zostal aj plynárenský holding SPP Infrastructure, ktorý si vďaka strategickej preprave a distribúcii plynu dlhodobo udržiava pozíciu jedného z najziskovejších podnikov v štáte s čistým ziskom na úrovni 278 miliónov eur. Rok 2025 však ukázal, že najrýchlejšie rastúcim segmentom sa stal sektor naviazaný na obranné dodávateľské reťazce. Pokračujúca vojna na Ukrajine a s ňou spojený tlak na zvyšovanie obranných výdavkov v rámci NATO aj EÚ posunuli Slovensko z okrajového dodávateľa munície a vojenskej techniky na krajinu, ktorá aktívne profituje z prezbrojovania celého regiónu. Firmy naviazané na tieto dodávateľské reťazce tak neťažia z domáceho dopytu, ale z dlhodobých zahraničných kontraktov, čo z nich robí menej cyklické a zároveň politicky citlivejšie odvetvie.

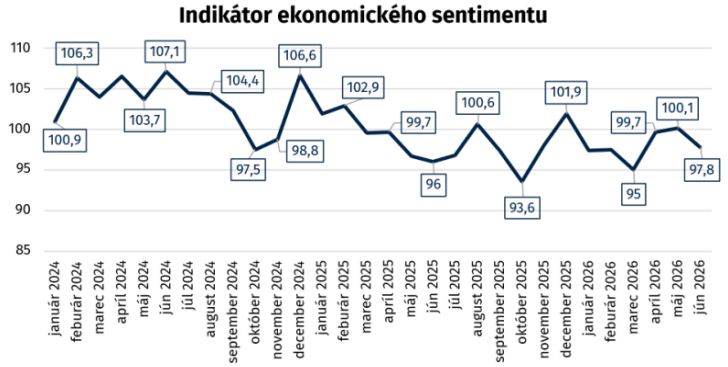
Druhou stranou mince je vládna fiškálna konsolidácia, ktorá vstúpila do platnosti od 1. januára 2025 a mala priniesť do štátneho rozpočtu približne 2,7 mld. € prostredníctvom vyššej DPH (z 20

% na 23 %), novej dane z finančných transakcií a vyššej 24-percentnej sadzby dane z príjmu pre firmy s príjmami nad 5 mil. €. Napriek tomu skutočný výber dane z príjmu právnických osôb v roku 2025 medziročne klesol o 7,8 % na 1,51 mld. €, hoci ešte v roku 2024 rástol o 8,9 %. Rast daňového tlaku bol síce na papieri výrazný, no nižší reálny výber naznačuje, že časť rastúcich ziskov sa sústreďuje najmä v odvetviach ako obranný priemysel, energetika a v štátom ovplyvnené alebo čiastočne vlastnené subjekty. Pre verejné financie to znamená, že samotný rast korporátnych ziskov už nemusí byť spoľahlivým indikátorom vyšších daňových príjmov. Rozhodujúce je, v ktorých odvetviach a firmách sa tento rast skutočne prejavuje. (lg)

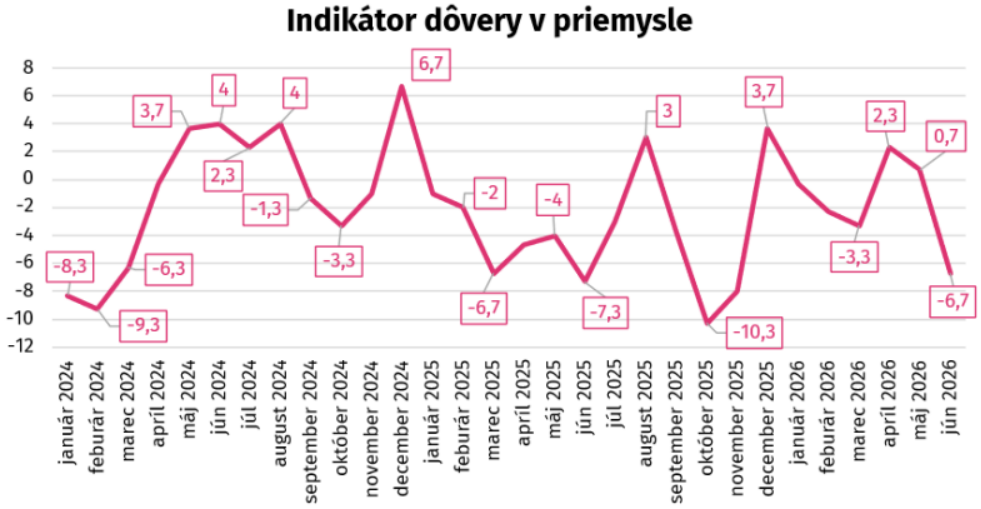
Podnikateľské a spotrebiteľské prieskumy v júni 2026

Podnikateľské a spotrebiteľské prieskumy patria medzi predstihové ekonomické ukazovatele, ktoré zachytávajú očakávania podnikov a domácností skôr, ako sa premietnu do reálnych ekonomických výsledkov – napríklad rast HDP, zamestnanosť či priemyselná produkcia. Ekonomická nálada sa hodnotí prostredníctvom piatich čiastkových indikátorov, ktoré vyjadrujú očakávania a dôveru podnikateľov v štyroch odvetviach – priemysle, stavebníctve, obchode a službách – a zároveň dôveru spotrebiteľov. Indikátor ekonomického sentimentu je zaznamenávaný vo forme indexu k bázickému roku 2021. Hodnoty čiastkových indikátorov sa pohybujú na stupnici od -100 bodov, ktorá predstavuje maximálne pesimistické odpovede, do +100 bodov, ktoré vyjadrujú maximálny optimizmus respondentov.

Podnikateľská nálada na Slovensku sa v júni 2026 opäť zhoršila. Indikátor ekonomického sentimentu (IES) po dvoch mesiacoch rastu klesol na 97,8 bodu (-2,3 bodu). Napriek tomu zostal o 1,8 bodu vyššie ako pred rokom, stále však zaostával za svojím dlhodobým priemerom o 7,9 bodu. Vývoj naznačuje, že slovenská ekonomika naďalej čelí slabému dopytu, neistote a nepriaznivým podnikateľským podmienkam na investovanie.



Najvýraznejšie sa zhoršila dôvera v priemysle, kde indikátor klesol na -6,7 bodu (-7,4 bodu medzimesačne; +0,6 bodu medziročne). Firmy negatívnejšie hodnotili objem objednávok, očakávanú výrobu aj rast zásob hotových výrobkov. Pesimizmus bol najvýraznejší vo výrobe dopravných prostriedkov, drevárskom a papierenskom priemysle či vo výrobe elektroniky. Zhoršenie nálady korešponduje aj s vývojom nových objednávok v priemysle, ktorých hodnota bola v apríli 2026 (posledné známe dáta) medziročne nižšia už siedmy mesiac po sebe. Medziročne klesla o 6,6 % a po zohľadnení sezónnych vplyvov sa oproti marcu znížila o ďalších 2,8 %, pričom najvýraznejší pokles bol zaznamenaný vo výrobe motorových vozidiel, spracovaní kovov a vo výrobe počítačových, elektronických a optických výrobkov. Zhoršenie nálady tak odráža pretrvávajúce problémy exportne orientovaného slovenského priemyslu. Export Slovenska dlhodobo presahuje 90 % HDP a priemysel vytvára približne 20 % HDP. Kľúčovú rolu v ňom zohráva trieda strojov a prepravných zariadení, kam patria aj automobily – táto trieda dlhodobo tvorí viac ako 40 % celkovej produkcie SR a viac ako 60 % na celkovom vývoze. Napriek tomu, že v máji bola podľa predbežných výsledkov hodnota exportu medziročne vyššia o 2,3 %, celkový rast zahraničného obchodu spomaľovali nepriaznivé čísla tohto kľúčového sektora. Vývoz strojov a prepravných zariadení totiž zaznamenal medziročný pokles o 2 %, čo úzko súviselo aj s májovou priemyselnou produkciou, ktorá v rovnakom období klesla taktiež o 2 %.

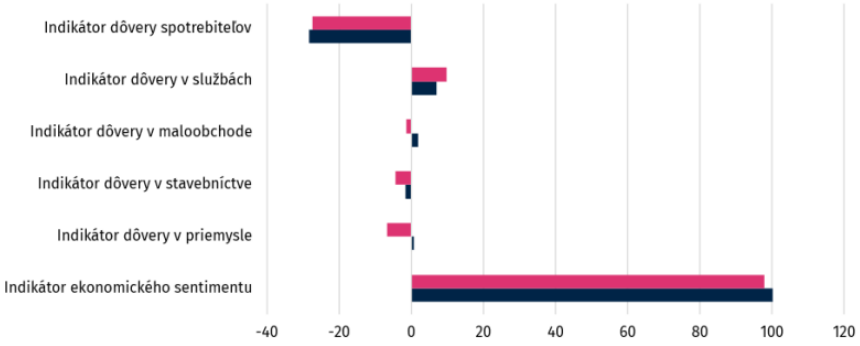


Pesimistickejšie hodnotili svoju situáciu aj podnikatelia v stavebníctve a maloobchode. V obchode dôvera klesla na -1,3 bodu (-3,3 bodu medzimesačne), pričom obchodníci negatívnejšie hodnotili vývoj predaja aj stav zásob. Indikátor dôvery v stavebníctve sa znížil na -4,5 bodu (-3 body medzimesačne). Dôvodom je najmä nižší objem zákaziek a menej priaznivé očakávania zamestnanosti – v prvom štvrťroku 2026 stavebníctvo zaznamenalo úbytok až 12,6-tisíca pracovníkov (-4,9 % medziročne).

Jediným indikátorom dôvery v podnikateľskom prostredí, ktorý v júni vykázal sezónne zlepšenie, bol indikátor dôvery v službách. Jeho hodnota vzrástla na 9,7 bodu (+2,7 bodu medzimesačne), pričom podniky priaznivejšie hodnotili súčasný aj očakávaný dopyt. Najvýraznejšie zlepšenie očakávaní zaznamenali administratívne a podporné služby, kde podniky predpokladajú aj rast dopytu v nasledujúcom období. Pozitívny vývoj sa odráža aj na trhu práce – sektor služieb pokračoval v raste aj v prvom štvrťroku 2026 a počet pracujúcich sa zvýšil o 8-tisíc osôb (+0,5 % medziročne).

Nálada spotrebiteľov sa na rozdiel od podnikateľov medziročne mierne zlepšila – vzhľadom však na stále prítomné vysoké negatívne hodnoty, pesimizmus domácností naďalej pretrváva. Indikátor spotrebiteľskej dôvery vzrástol na -27,3 bodu (+ 1 bod medzimesačne), čo je stále o 7,4 bodu nižšie ako jej dlhodobý priemer. Domácnosti mierne priaznivejšie hodnotili svoju budúcu finančnú situáciu, očakávaný vývoj ekonomiky aj nezamestnanosti. [ZL2.1]K danému vývoju pravdepodobne prispel pokračujúci rast reálnych miezd, ktoré sa v prvom štvrťroku 2026 zvýšili o 2,3 % medziročne. Mzdy rastú už desiaty štvrťrok po sebe, čo podporuje aj vývoj ekonomiky – hlavným zdrojom rastu HDP v prvom štvrťroku 2026 (+0,9 %) bola spotreba domácností (+1,1 % medziročne).

Ekonomická dôvera v máji a júni 2026

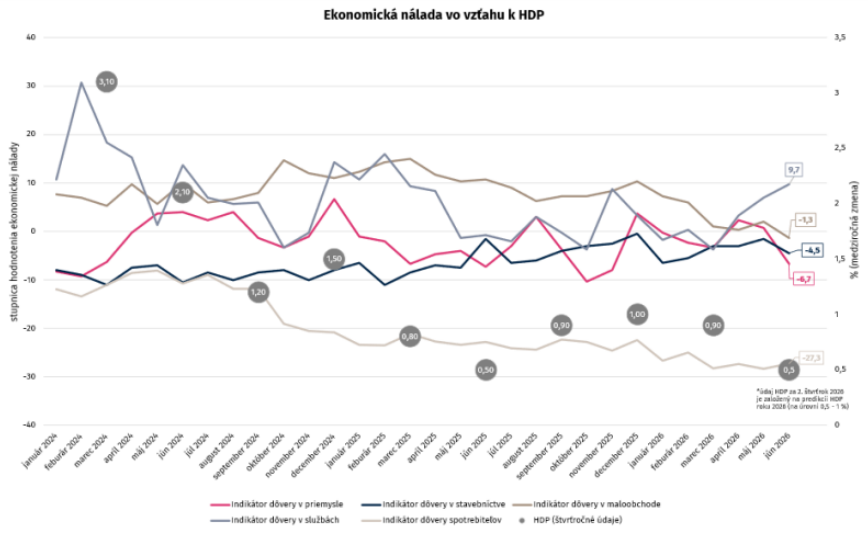


	Indikátor ekonomického sentimentu	Indikátor dôvery v priemysle	Indikátor dôvery v stavebníctve	Indikátor dôvery v maloobchode	Indikátor dôvery v službách	Indikátor dôvery spotrebiteľov
jún 2026	97,8	-6,7	-4,5	-1,3	9,7	-27,3
máj 2026	100,1	0,7	-1,5	2	7	-28,3

Záver

Rozdielny vývoj podnikateľskej a spotrebiteľskej dôvery naznačuje, že slovenská ekonomika je v súčasnosti podporovaná predovšetkým spotrebou domácností, zatiaľ čo podniková sféra zostáva výrazne opatrnejšia. V prvom štvrťroku 2026 vzrástol hrubý domáci produkt medziročne o 0,9 %, pričom tvorba hrubého fixného kapitálu sa medziročne prepadla o 6,4 %. Pokiaľ budú indikátory ekonomického sentimentu i naďalej pokračovať v poklese a objednávky aj investičná aktivita podnikov zostanú utlmené, rast ekonomiky sa bude rovnako naďalej spomaľovať. Jej

tempo rastu je pritom už aktuálne mimoriadne slabé a nachádza sa pod hranicou 1 % už piatym štvrťrokom po sebe. Situácii na podnikateľských trhoch navyše nepomáha pokračujúca fiškálna konsolidácia, ktorá obmedzuje priestor verejného sektora na podporu podnikateľského prostredia. Ak sa naplní letná prognóza NBS, ktorá v roku 2026 očakáva len 0,5 % rast HDP, Slovensko bude priamo balansovať na hranici ekonomickej stagnácie a negatívny vývoj sa prejaví ako na trhu práce, tak následne aj na spotrebe domácností. (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 reprodukovaný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.