

Georgizmus - Pôda je bohatstvom spoločnosti, nie súkromným vlastníctvom

Nedostupnosť bývania v Kanade otvorila diskusiu Georgizmu so zdaňovaním pôdy namiesto práce a kapitálu. ECB ponechala úrokové sadzby nezmenené a v budúcnosti očakáva vyššiu infláciu. Nemecká vláda zvažuje zmenu zákona, ktorá by umožnila opätovné otvorenie obchodov v nedeľu. Andy Burnham sa stal novým britským premiérom a spúšťa najrozsiahlejšie politické a hospodárske reformy za posledné desaťročia. Na Slovensku dochádza k najväčšiemu zlúčeniu zdravotných poisťovní za posledných 16 rokov. Stavebníctvo na Slovensku si v máji udržalo rast, jeho dynamika však slabne. Donald Trump zavádza nové clá, čo to znamená pre Európu? Vyššie korporátne dane by mohli USA pomôcť znižovať deficit, no zároveň by znížili čisté zisky firiem a vytvorili tlak na ocenenie akciového trhu. Hrozba húsíjskej blokády saudských tankerov v prielive Báb al-Mandab môže vážne narušiť globálne dodávky ropy a zvýšiť tlak na ceny energií.



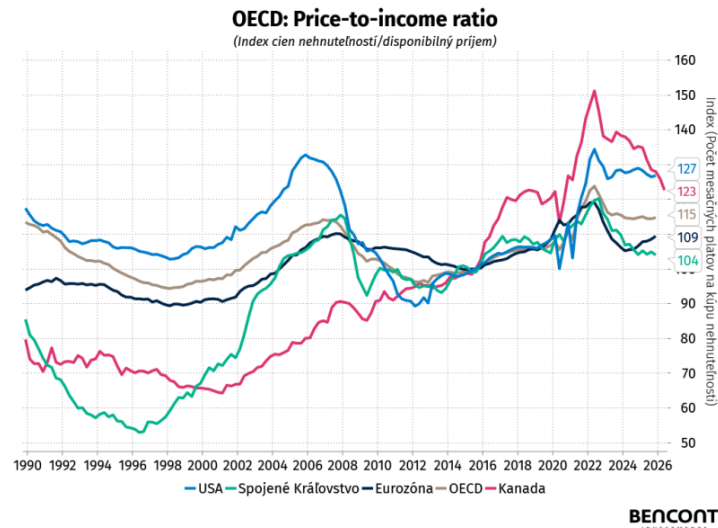
Georgizmus je ekonomicko-filozofický smer, ktorý v roku 1879 sformuloval americký ekonóm Henry George vo svojom prelomovom diele Progress and Poverty. Jeho jadrom je striktné rozlíšenie medzi hodnotou vytvorenou ľudskou prácou a hodnotou samotnej pôdy. Podľa Georga hodnota pozemku nevzniká úsilím jeho vlastníka. Tvorí ju kolektívne pôsobenie spoločnosti: rast populácie, blízkosť pracovných príležitostí a najmä verejné investície do okolitej infraštruktúry. Táto „nezaslúžená“ hodnota sa premieta do rastu cien pozemkov bez ohľadu na to, či na nich majiteľ niečo vybuduje. Súkromné privlastňovanie si tejto renty je podľa Georgizmu eticky neobhájiteľné. Keďže pôdu nikto nevytvoril, jej výnosy by mali patriť komunite.

**Najznámejší politický návrh
Henryho Georga: zdaňme pôdu,
ktorá patrí spoločnosti, nie
prácu a kapitál, ktoré patria
jednotlivcom.**

Z hľadiska makroekonomickej stratégie predstavuje pôda unikátny faktor produkcie, ktorého ponuka je na rozdiel od kapitálu dokonale neelastická. Zatiaľ čo vysoké zdanenie kapitálu odrádza od inovácií a deformuje trhové stimuly, zdanenie pôdy je ekonomicky neutrálne. Ponuka pôdy je fixná a nedá sa ani presunúť do inej jurisdikcie. Vlastníci sú navyše motivovaní využívať pozemky produktívne namiesto držby za účelom špekulatívneho zhodnotenia.

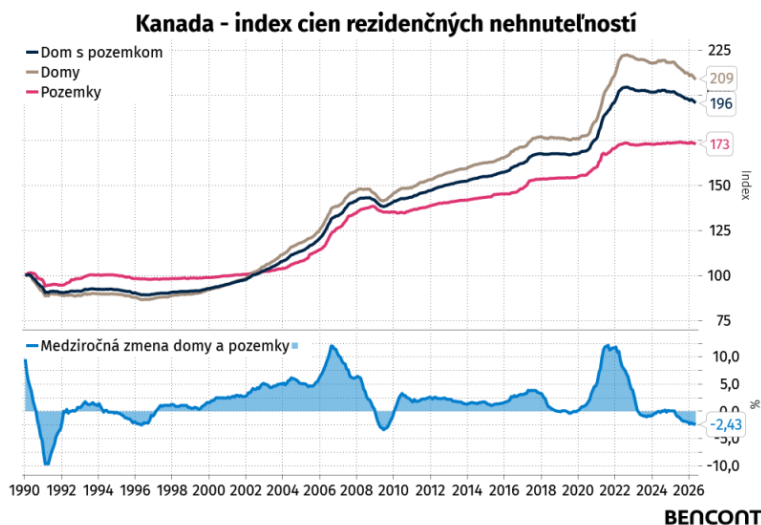
Kanada v kríze dostupnosti bývania

Georgizmus sa stal v posledných rokoch predmetom diskusie kanadských akademických obcí ako riešenie krízy dostupnosti bývania. Rezidenčný trh v Kanade patrí v roku 2026 k najmenej dostupným spomedzi krajín OECD, pričom pred Finančnou krízou v 2008 bol naopak jeden z najdostupnejších trhov.



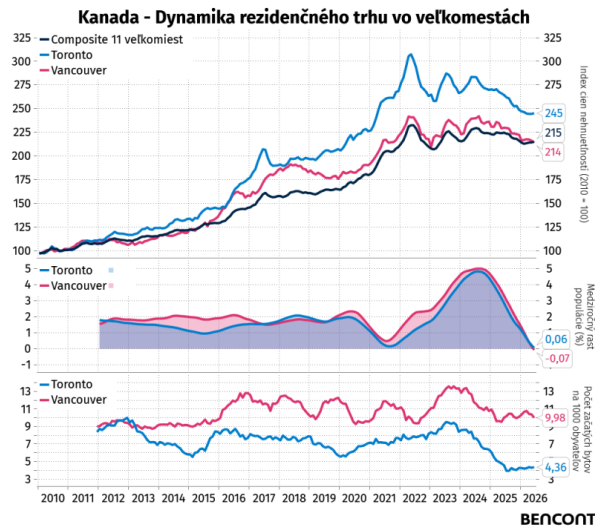
Porovnanie cenovo-príjmovej úrovne naznačuje, že priemerná nehnuteľnosť v Kanade stojí ku Q2 2026 123 mesačných disponibilných príjmov, čo je porovnateľné s USA pri úrovni 127 príjmov v Q1 2026. Konkrétne, priemerná cena nehnuteľnosti dosiahla v marci 2026 vo Vancouveri 1 104 300 CAD a v Toronte 941 800 CAD, teda výrazne nad národným priemerom 673 084 CAD. Zaujímavým pozorovaním je, že (ne)dostupnosť bývania v USA sa aktuálne nachádza na úrovniach vrcholu Finančnej krízy, ktorá si vyžiadala recesiú realitného trhu a cyklický návrat dostupnosti bývania na prijateľnejšie úrovne. V Kanade bolo bývanie naopak stále dostupné na úrovni 80-90 mesačných plátov, čo sa premietlo iba v malú korekciu cien nehnuteľností, ktoré sa rýchlo zotavili a pokračovali v raste až po vrchol v roku 2022, kde sa cenovo-príjmová úroveň trhu dostala na historické maximum 151 mesačných plátov.

Kanadský rezidenčný trh sa nachádza v štrukturálnej kríze dostupnosti bývania, hoci nejde o rovnomernú krízu vo všetkých regiónoch ani o bezprostredný kolaps cien. V roku 2026 sa trh cyklicky ochladzuje a prechádza korekciou, ktorá začala zvýšením sadzby Bank of Canada v roku 2022 z 0,25 % na 5 %. Ceny rezidenčných nehnuteľností už štvrtý rok mierne klesajú, pričom volatilnejšia zložka „Stavby“ stratili od svojho vrcholu v Q2 2022 5,9 % nominálnej hodnoty a 17,2 % reálnej hodnoty. Hoci úroková sadzba sa v roku 2026 nachádza na úrovni 2,25 %, bývanie naďalej zostáva nedostupné predovšetkým pre mladé a nízkopríjmové domácnosti.



Z dopytovej stránky boli kanadské veľkomestá stredobodom migračných a urbanistických tokov. Populácia Toronta rástla od roku 2011 priemerným ročným tempom 1,7 % a populácia Vancouver až 2,1 %. Vzhľadom na zdravú mieru rastu veľkomiest 0,5-1 %, patria kanadské veľkomestá k najdynamickejším mestám na svete, čo je prirodzene sprevádzané intenzívnejšou výstavbou a rozširovaním mestskej časti. Hoci populácia vo Vancouvri rástla rýchlejšie ako v Toronte, Vancouver dokázal tlmiť rast cien intenzívnejšou výstavbou bytov s ročným tempom 9-13 bytov na 1000 obyvateľov. V Toronte sa stavalo priemerne 6-9 bytov na 1000 obyvateľov ročne, avšak od roku 2024 tempo výstavby dramaticky kleslo k úrovniam 4-5 bytov na 1000 obyvateľov, čo udržiava ceny nehnuteľností stabilnejšie pri korekcii. Pre nedostupnosť bývania sa ochladzuje aj populačný rast veľkomiest, ktorý od začiatku roka 2026 prakticky stagnuje.

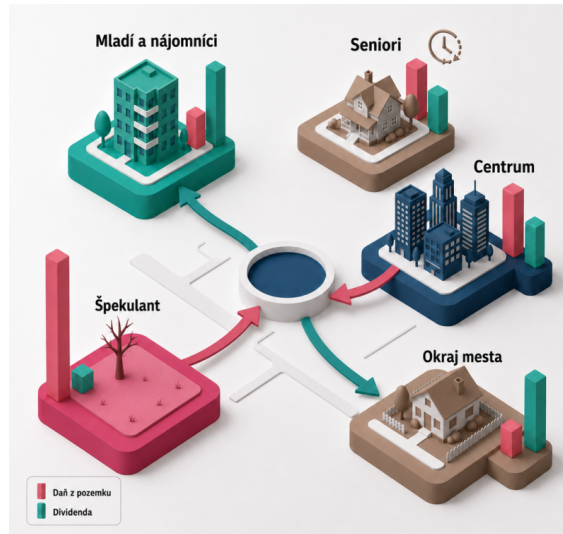
Kľúčovým problémom prudko rastúcich cien nehnuteľností nie je nedostatok pôdy a nevôľa stavať, ale nedostatok zastaviteľných pozemkov v hlavných metropolitných oblastiach. Ponuku ďalej obmedzuje prísne zónovanie, zelené pásma a geografické bariéry, ktoré zvyšujú vzácnosť stavebných parciel. Pôda väčšinou zostáva v súkromnom vlastníctve, no bez súhlasu príslušného úradu ju nemožno zmeniť na stavebný pozemok. Regulačné prostredie premieňa zastaviteľné pozemky na vzácne investičné aktívum, ktoré si dlhodobo udržiava svoju hodnotu. Zároveň sa chránená poľnohospodárska pôda na okraji veľkomiest stáva predmetom developerského a špekulatívneho záujmu, keďže jej hodnota môže po zmene územného plánu vzrásť rádovo až na desiatky násobkov pôvodnej ceny.



Kanadský realitný sektor ponúkal vyše 30 rokov lepšie zhodnotenie kapitálu ako iné finančné aktíva a to bez výraznej korekcie. Vzniklo ideálne prostredie pre investičný dopyt, ktorý sa nabaľoval s rastúcou hodnotou nehnuteľností. Keďže hodnota kolaterálu rástla, investori si vedeli dookola stále viac požiť na nové nákupy rezidenčných stavieb a pozemkov. Pôda v okrajových častiach veľkomiest sa stala preferovaným finančným aktívom a kolaterálom pre nízke náklady na jej držbu. Odhaduje sa, že v oblasti Toronta a Vancouvru vlastní investori približne 20-24 % rezidenčných nehnuteľností, pričom v mestskej časti tvoria investori 34-39 % nákupov nových bytových jednotiek.

Ako by mohla vyzeráť aplikácia Georgizmu?

Štúdia Common Wealth Canada z roku 2024 počíta vo svojom modeli so 17 %-nou daňou z hodnoty pozemku, ktorá by zachytíla tri štvrtiny ročnej pozemkovej renty a vygenerovala 194 miliárd CAD čistého nového príjmu ročne pre vládu. Pri prerozdelení rovným dielom (dividenda 12 700 CAD na domácnosť) by podľa modelu ceny pozemkov klesli o 75 % a medián ceny bývania o 42 %. Dôsledky by však boli výrazne nerovnomerné naprieč trhom: prví kupujúci a mladé rodiny by profitovali najviac, keďže nižšia vstupná cena bývania v kombinácii s dividendou by zásadne zlepšila dostupnosť práve v segmente, kde je dnes kríza dostupnosti bývania najvýraznejšia. Investori a špekulanti by čelili priamemu tlaku predáť alebo produktívne zastavať držanú pôdu, zatiaľ čo kupci by na trhu spočiatku absentovali. Nájomníci (40 % Kanadčanov) by boli vo všeobecnosti na tom lepšie, zatiaľ čo dôchodcovia vo veľkých domoch na cennej pôde, teda "majetkovo bohatí, ale príjmovovo chudobní", by boli najviac zaťaženou skupinou. Takéto regulačné prostredie by vytváralo tlak na seniorov, ktorí chcú dožiť v dome, v ktorom prežili celý život, aby ho predávali a presunuli sa do skromnejšieho bývania.



V návrhu Common Wealth Canada by sa tento neetický efekt dane z pozemku riešilo odložením daňovej povinnosti pre seniorov do dožitia. Poskytovatelia nájomného bývania a firmy by si odpočítali daň z pozemku zo základu dane. Bližšie však štúdia nerieši stabilitu finančného a nefinančného sektora, kde spočívajú jej najväčšie limitácie. Veľkou otázkou zostáva úprava korporátnej dane zo zisku tak, aby nová daň z pozemku neodradila investície. Ďalšie veľké otázky sa týkajú stability bankového sektora a nárastu koncentrácie vlastníctva rezidenčných nehnuteľností po kríze. Plošný pokles hodnoty kolaterálu na existujúcich hypotékach predstavuje riziko bankovej krízy. Paradoxne, predajný tlak nehnuteľností by mohli využiť inštitucionálni investori na nákup, podobne ako v USA, kde banky počas finančnej krízy potrebovali predávať veľké objemy domov so zlyhanými hypotékami. Jediným východiskom pre úspešné zavedenie dane z pozemku by bolo rozloženie reformy do dlhého časového rámca, kedy by daňové zaťaženie z pozemku rástlo úmerným tempom, akým sa domácnosti a trh dokážu reálne prispôbiť.

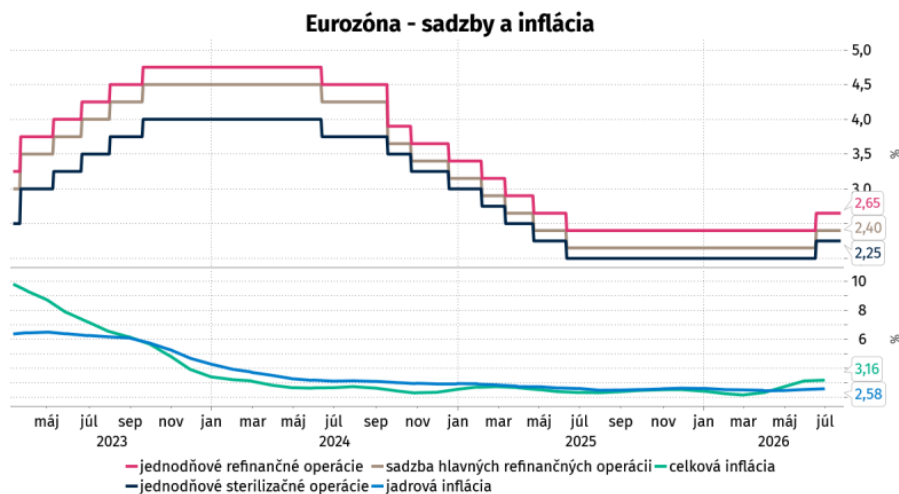
Záver

Napriek tomu, že dostupnosť bývania by sa mohla dlhodobo vyriešiť, takáto reštrukturalizácia je politicky a prakticky nemožná. Stratová skupina je totiž najväčšou základňou voličov – vlastníci domov, ktorí kupovali rodinné domy pred 20 – 30 rokmi. Pokles hodnoty ich najväčšieho majetku by sa prejavil okamžite, zatiaľ čo dlhodobá dostupnosť bývania a efektívne využitie pôdy by prišli až s odstupom času. K tomu sú mladí ľudia názorovo roztrúsení a s nižšou účasťou vo voľbách. Žiadny politik sa preto reálne nechce spájať s tak nepopulárnym opatrením, aj keby malo potenciál dlhodobo vyriešiť dostupnosť bývania a odstrániť najväčší zdroj majetkovej nerovnosti v krajine. (fw)

Výhľad úrokových sadzieb ECB zostáva nezmenený

Rada guvernérov ECB na zasadnutí 23. júla 2026 ponechala úrokové sadzby nezmenené, pričom kľúčové sadzby zostávajú na nasledujúcich úrovniach: depozitná sadzba na 2,25 %, sadzba hlavných refinančných operácií na 2,4 % a sadzba jednoduchých refinančných operácií na úrovni 2,65 %. Hoci bolo rozhodnutie o ponechaní sadzieb nezmenených jednomyselné, časť guvernérov naznačila možnosť ich zvýšenia na nasledujúcich zasadnutiach vzhľadom na očakávaný rast inflácie v budúcnosti.

Inflácia v eurozóne (EA) v júni klesla na 2,8 % z májových 3,2 %, pričom jadrová inflácia, očistená od cien energií a potravín, klesla z 2,6 % na 2,4 %. Práve energie zostávajú hlavným faktorom volatility cenovej hladiny. Hoci inflácia cien energií v júni klesla na 8,5 % z májových 10,8 %, očakáva sa, že tento trend sa v reakcii na geopolitickú situáciu na Blízkom východe zmení. Nová eskalácia konfliktu viedla k tomu, že od začiatku júla vzrástla cena ropy Brent zo 71,5 USD/barel na približne 100 USD/barel a cena plynu TTF zo 43 EUR/MWh na súčasných 62 EUR/MWh. Cena plynu tak dosahuje vyššiu úroveň než na začiatku konfliktu v marci.



BENCONT
INVESTMENTS

Práve rast cien energií a zároveň prebiehajúce vlny horúčav môžu vytvárať proinflačné tlaky na ceny potravín. Podľa júnových projekcií ECB by mala celková inflácia v EA kulminovať na úrovni 3,4 % v 3. a 4. Q 2026. Očakáva sa, že miera inflácie zostane nad úrovňou 3 % až do začiatku roka 2027 a nad 2 % inflačným cieľom až do prvej polovice roka 2027. V 1. Q 2026 vzrástlo HDP v EA medziročne o 0,3 %, pričom za celý rok sa očakáva rast na úrovni 1 %. Nezamestnanosť v máji dosiahla historické minimum 6,2 %, avšak počet voľných pracovných miest začína klesať, čo naznačuje ochladzovanie dopytu po pracovnej sile.

Na najbližšom zasadnutí trh neočakáva zmenu sadzieb, avšak v októbri by sa sadzby mohli

zvýšiť o 25 bps. Ďalšie zvýšenie o 25 bps sa očakáva vo februári nasledujúceho roka. Do septembrového zasadnutia bude mať ECB k dispozícii dva nové údaje o inflácii a údaje o vývoji HDP za 2. Q, ktoré budú kľúčové pre konečné rozhodnutie v septembri. (mmm)

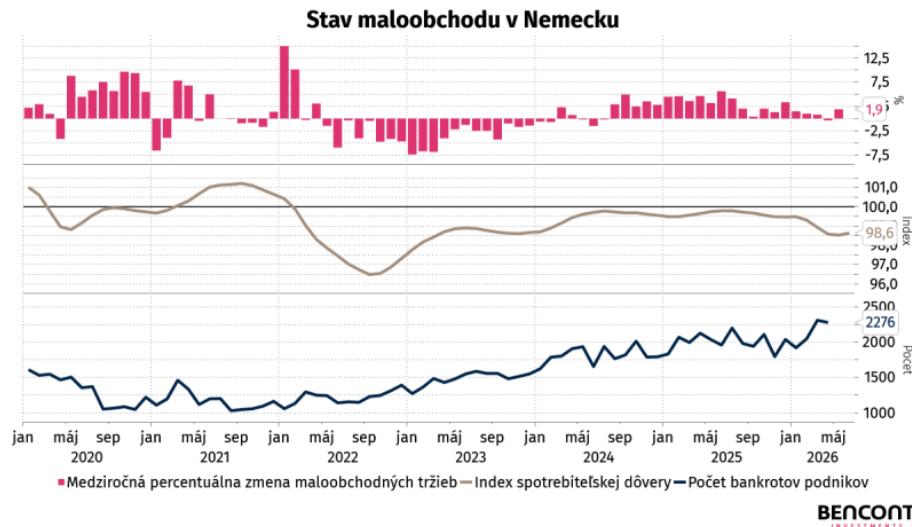
Otvorenie obchodov počas nedele má zachrániť stagnujúcu nemeckú ekonomiku

V Nemecku sa aktuálne pripravuje vládny návrh, ktorý je súčasťou reformného balíka na oživenie stagnujúcej nemeckej ekonomiky. Týka sa nedeľného predaja. Vláda kancelára Merza v rámci balíka navrhuje od januára budúceho roka predĺžiť otváracie hodiny pekárni a cukrárni zo súčasných troch na osem hodín a pri knižniciach z troch na šesť hodín. Snahou je aj umožniť prevádzku bezobslužných obchodov, čo v minulosti zablokovali odbory prostredníctvom súdov. Od roku 2006 prešla táto kompetencia na spolkové krajiny. Zatiaľ čo väčšina z nich umožnila flexibilnejšie otváracie hodiny v sobotu v režime 24/6, konzervatívne spolkové krajiny, ako sú Bavorsko a Sársko, naďalej uplatňujú prísny federálny model.

Princíp nedeľného pokoja je v nemeckej ústave zakotvený od roku 1949. Maloobchodné prevádzky nesmú v nedeľu predávať iný ako základný sortiment, napríklad pečivo, nápoje, občerstvenie, tabak a alkohol. Za porušenie zákazu predaja trvanlivého tovaru hrozí majiteľovi potravín pokuta až do výšky 2 500 eur. Práve zákaz nedeľného predaja vytvára nemeckú ilúziu voľnej nedele, pričom online objednávky nemeckých zákazníkov uskutočnené v nedeľu sú často vybavované zo skladov v Poľsku. Ilúzia voľnej nedele sa tak udržiava na úkor domáceho obratu.

Niektorí maloobchodní podnikatelia uvádzajú, že v nedeľu realizujú až 40 % svojho celkového obratu, čo naznačuje vysoký latentný dopyt domácností po nedeľnom predaji. V máji maloobchodné tržby vzrástli iba o 1,9 %, pričom index spotrebiteľskej dôvery sa opäť prepadol na hodnotu 98,6. Pod hranicou 100 sa dlhodobo drží od polovice minulého roka. Na zhoršujúci sa stav nemeckej ekonomiky poukazuje aj počet bankrotujúcich firiem, ktorý sa v apríli zvýšil na 2 276, zatiaľ čo pred niekoľkými rokmi sa pohyboval iba na úrovni 1 000 až 1 250 spoločností.

Dramaticky sa mení aj postoj spoločnosti. Kým pred rokom podporovalo nedeľný predaj iba 34 % ľudí, aktuálny prieskum agentúry YouGov ukazuje nárast na 43 %, pričom vyššiu mieru otvorenosti voči nedeľnému predaju vykazujú mladšie vekové skupiny.

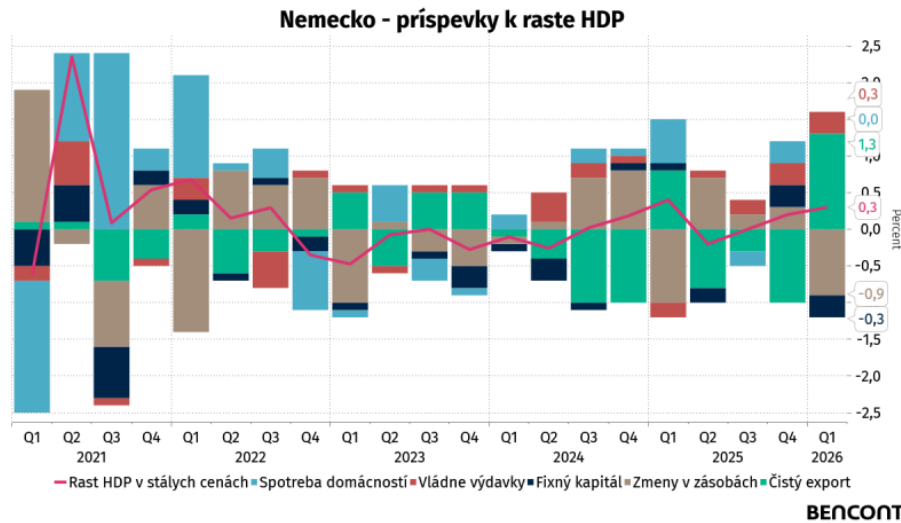


Vláda od uvoľnenia nedeľného predaja očakáva pozitívnu stimuláciu spotreby domácností, ktorá dlhodobo stagnuje a v 1Q2026 vykázala pri raste HDP nulovú zmenu. Práve stimulácia spotreby domácností má podporiť a zvrátiť pomalší rast HDP, pričom súčasné predikcie na rok 2026 očakávajú rast HDP iba na úrovni 0,5 %.

Súčasťou reformného balíka sú okrem otvorenia debaty o nedeľnom predaji aj fiškálne reformy. Vláda naplánovala celkovú daňovú úľavu v objeme približne 10 mld. EUR ročne (približne 0,25 HDP). Hranica najvyššej sadzby dane (45 %) sa posúva na príjem nad 250 tis. EUR. Zároveň sa zavádza nová daň pre bohatých so sadzbou 47 % pre príjmy nad 280 tis. EUR.

Celkové daňové zaťaženie firiem má do roku 2028 klesnúť na úroveň približne 25 % (zo súčasných 30 %), čím sa chce Nemecko vyrovnáť konkurentom, napr. Spojenému kráľovstvu.

Reformy sa týkajú aj dôchodkového systému. Plánuje sa postupné zvyšovanie veku odchodu do dôchodku zo súčasných 67 rokov (v roku 2031) na 67,5 roka (v roku 2041). Rušia sa niektoré výhody pri predčasnom odchode do dôchodku po 45 odpracovaných rokoch. Reformy sa týkajú aj trhu práce, napríklad zrušenia možnosti vystavovať potvrdenia o pracovnej neschopnosti telefonicky alebo plánovaného zrušenia ochrany pred prepustením vysokoprájmových zamestnancov (nad 170 tis. EUR ročne), čo sa dotkne približne 300 tis. osôb. Cieľom je zvýšiť flexibilitu pracovných zmlúv.



Tieto reformy v rokoch 2027 – 2028 nedokážu plne kompenzovať tzv. studenú progresiu (nárast daňového zaťaženia v dôsledku inflácie). Otázku efektívnosti reforiem vyvoláva aj vývoj nemeckej ekonomiky, ktorej kumulatívny rast od konca roka 2019 dosiahol iba 0,8 %, zatiaľ čo v eurozóne ako celku to bolo 6,6 %. Aktuálne v Nemecku prebieha kríza priemyslu, pričom Volkswagen zvažuje zrušenie až 100 tis. pracovných miest a zatvorenie štyroch tovární v Nemecku v dôsledku čínskej konkurencie v oblasti elektromobility. Priemyselná produkcia od februára 2022 do začiatku roka 2026 klesla približne o 10 %, pričom energeticky náročné sektory zaznamenali prepád o viac ako 15 %. Stagnujúce Nemecko sa zatiaľ pomocou súčasných reforiem nevymaní zo stagnujúcej špirály, no súčasná vláda aspoň pristúpila k reformám a snaží sa vytvoriť podmienky na postupné oživenie ekonomiky. (mmm)

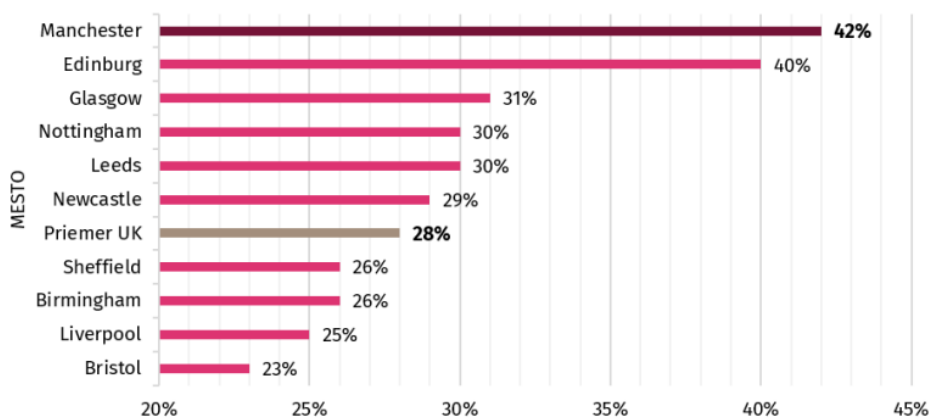
Andy Burnham - nový premiér UK

V roku 2024 vyhrala parlamentné voľby v Spojenom kráľovstve Labour Party, ktorá sa profiluje ako stredo-ľavicová strana, pričom jej líder Keir Starmer sa stal predsedom vlády. Dňa 22. júna 2026 však oznámil svoju rezignáciu z funkcie premiéra v dôsledku rastúceho tlaku zo strany poslancov, ktorí stratili trpezlivosť s nepriaznivými výsledkami prieskumov verejnej mienky. Jedným z najvýraznejších škandálov bolo presadenie Lorda Mandelsona na post veľvyslanca Spojeného kráľovstva vo Washingtone bez dôkladného bezpečnostného preverenia. Od roku 2016 sa na poste premiéra vystriedalo už šesť osôb, pričom až do roku 2024 tento úrad zastávali výlučne predstavitelia Conservative Party, ktorý sa prezentujú ako pravicovo orientovaný.

Meno premiéra	Rok nástupu	Rok odchodu	Politická strana
Theresa May	2016	2019	Conservative
Boris Johnson	2019	2022	Conservative
Liz Truss	2022	2022	Conservative
Rishi Sunak	2022	2024	Conservative
Keir Starmer	2024	2026	Labour

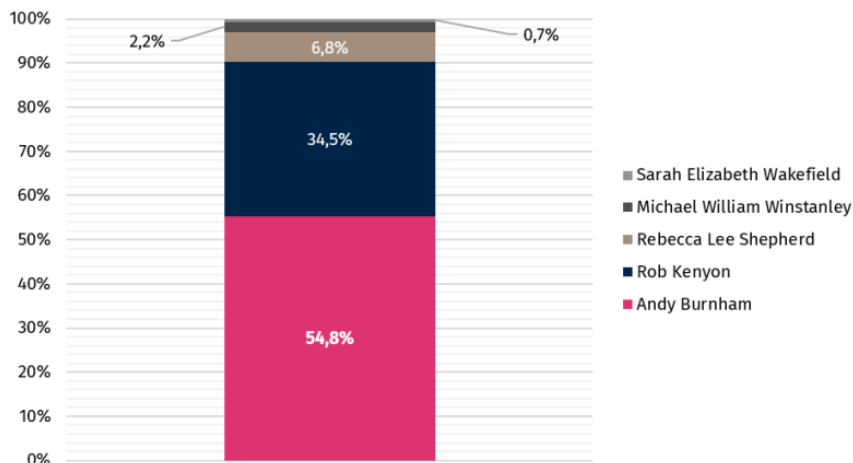
Tento odstup využil člen Labour Party Andy Burnham, ktorý pôsobil približne deväť rokov ako starosta mesta Manchester (od roku 2017). Počas jeho vedenia vznikol pojem „Manchesterism“, spájajúci ekonomický rozvoj so sociálnymi istotami. Región pod Burnhamovým vedením zaznamenával stabilný ročný rast HDP na úrovni približne 3,1 %, čím prekonával priemer ostatných miest. Zároveň výrazne posilnila aj pridaná hodnota na hodinu práce, pričom Manchester v období rokov 2015 až 2023 dosahoval najvyššie hodnoty spomedzi všetkých miest v Spojenom kráľovstve, a to s náskokom približne 14 percentuálnych bodov nad priemerom, čo sa javí priaznivo práve pre Burnhamov možný post predsedu vlády.

Rast pridanej hodnoty na hodinu práce vo vybraných mestách UK v % (2015 - 2023)



Aby sa Andy Burnham mohol uchádzať o post premiéra Spojeného kráľovstva, musel opustiť funkciu starostu a získať mandát poslanca. Z tohto dôvodu prejavil záujem kandidovať v obvode Makerfield, ktorý sa nachádza v blízkosti Manchesteru. Dovtedajší poslanec za tento obvod, Josh Simons, sa svojho mandátu vzdal v prospech Burnhama 14. mája 2026. V následných doplňujúcich voľbách, ktoré sa konali v júni, Burnham získal nadpolovičnú väčšinu hlasov (54,8 %), čím sa stal poslancom za obvod Makerfield.

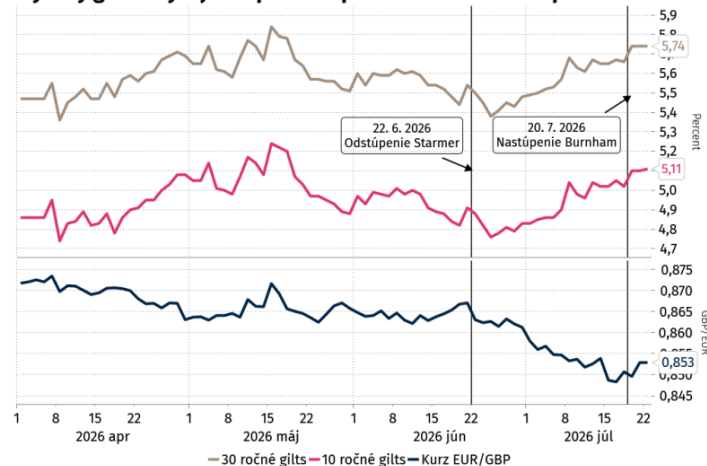
Výsledok volieb za obvod Makerfield 18. Jún 2026



Andy Burnham sa stal jedným zo 401 obvodových zástupcov za Labour Party z celkového počtu 650 kresiel v Spojenom kráľovstve, pričom vo voľbách získal výrazne dominantnú podporu, konkrétne 379 hlasov. Na spustenie celoštátneho hlasovania medzi riadnymi členmi strany a pridruženými odborovými zväzmi by bolo potrebné, aby aspoň dvaja kandidáti prekročili hranicu 81 hlasov. Keďže však ostatní kandidáti dosiahli spolu len 22 hlasov, Burnham sa stal lídrom strany bez ďalšieho volebného procesu a následne prevzal funkciu premiéra Spojeného kráľovstva.

Dňa 20. júla 2026 sa Burnham oficiálne ujal funkcie premiéra, pričom jeho nástup bol sprevádzaný významnými personálnymi zmenami s priamym dopadom na ekonomické očakávania. Napriek deklarovanej kontinuite hospodárskej politiky reagovali finančné trhy od rezignácie Starmera rastom výnosov britských vládnych dlhopisov (gilts) a posilňovaním libry, čo odráža kombináciu očakávaní vyšších vládnych výdavkov a prísnejšej menovej politiky. Rast výnosov bol pravdepodobne poháňaný obavami investorov z vyššieho zadlženia skombinovaná s neistotou z náhle zmeny vedenia. Na druhej strane libra profitovala z očakávania, že Bank of England ponechá úrokové sadzby na zvýšených úrovniach aj po zverejnení inflačných dát z 22. júla, keď inflácia klesla na 2,6 %, čo najnižšia úroveň od marca 2025, čím sa navýšil úrokový diferenciál podporujúci jej atraktivitu.

Výnosy gilts a vývoj GBP po odstúpení Starmera a nastúpení Burnhama



BENCONT
INVESTMENTS

Burnhamova vláda sa profiluje ľavicovo s výraznou fiškálnou prerozdelenou politikou, ktorá kombinuje úľavy pre domácnosti a tradičné podniky s vyšším zdanením nadnárodných firiem. Zrušenie momentálnej 5 % DPH z účtov za elektrinu od 1. októbra 2026 má domácnostiam ušetriť približne 45 libier ročne. Toto opatrenie spôsobí deficit štátneho rozpočtu vo výške 850 miliónov libier, ktoré má pokryť zrušenie kontroverzného a doposiaľ nespusteného projektu Digital ID s odhadovanými štátnymi nákladmi 1,8 miliardy libier na nasledujúce tri roky. Projekt bol avšak dlhodobo podhodnotený, takže reálne úspory nie sú kryté štátnym rozpočtom a v konečnom dôsledku nemusia stačiť na zafinancovanie tohto výpadku. Spojené kráľovstvo môže navyše zaostávať v digitalizácii.

Plánuje sa aj zavedenie trvalo vyššej majetkovej dane pre veľké logistické sklady online predajcov (napr. Amazon či ASOS) s cieľom dlhodobého zisku 1 miliardy libier. Prvotné prostriedky vo výške 100 miliónov libier však vláda zatiaľ získala z oklieštenia úľav pre predajcov elektronických cigariet na podporu pubov a hudobných klubov, kde im finančná injekcia od štátu prinesie 20 % zľavu z podnikateľských nehnuteľností.

Rizikom je však premietnutie vyšších nákladov do cien tovarov pre spotrebiteľov a odradenie nadnárodných logistických a technologických firiem od investícií. K tomuto pribúda návrh zaviesť 2 % majetkovú daň pre najbohatších (tzv. wealth tax) na domácnosti s majetkom nad 100 miliónov libier, čo by sa týkalo necelých 1000 domácností v krajine, pričom daň by sa vzťahovala na celkový majetok vrátane nehnuteľností, podielov vo firmách, akcií, pôdy, umeleckých diel aj dôchodkových úspor. Mala by do štátnej pokladnice priniesť približne 10 miliárd libier ročne. Rizikom je najmä odliv bohatých jednotlivcov a ich kapitálu do zahraničia (podobne ako pri zrušenej francúzskej majetkovej dani), ťažké oceňovanie aktív ako umenie či podiely vo firmách, a negatívny signál pre investorov.

Kráľ Karol III. vymenoval Andyho Burnhama za predsedu vlády v pondelok 20. júla

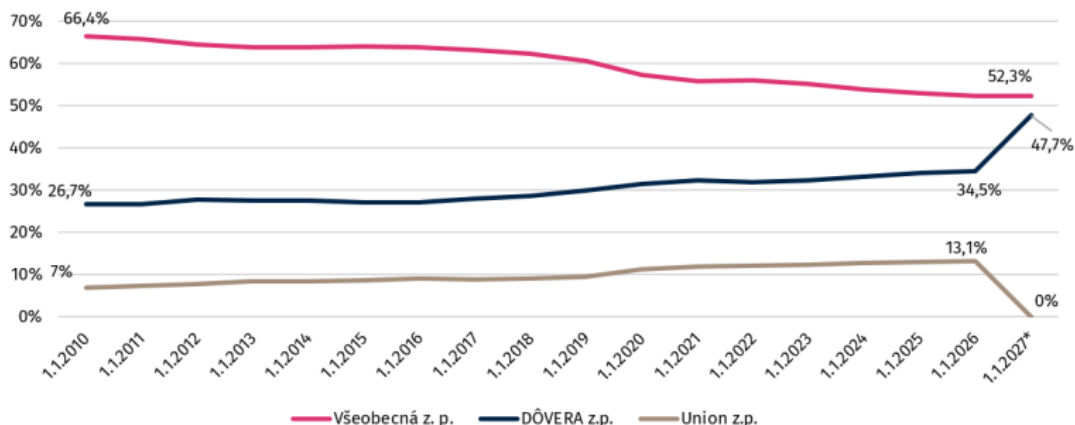
v Buckinghamskom paláci. Keďže sa stal premiérom na základe vnútrostraníckej výmeny lídra bez toho, aby prešiel celonárodnými voľbami, Burnhamove reformy prebiehajú v prostredí oslabenej politickej legitimacy. Napriek tomu oznámil spustenie najrozsiahlejších politických a ústavných reforiem za posledných 40 rokov vrátane transformácie Snemovne lordov. Aj keď tieto reformy zatiaľ nevyžadujú rozsiahle zásahy do štátneho rozpočtu (v pomere k plánovaným výdavkom v hodnote 1,4 bilióna libier na rozpočtový rok 2026/2027), majú významný vplyv na vnímanie Labour Party v britskej spoločnosti, obzvlášť po klesajúcej dôvere v predošlého premiéra Keira Starmera. Opozícia túto situáciu využíva a žiada predčasné voľby s argumentom, že vláda nemá od občanov mandát na tak hlboký zásah do fungovania štátu. Chýbajúca priama voličská legitimita tak vytvára riziko hlbokej politickej krízy, ktorá môže paralyzovať schvaľovanie zákonov v parlamente. (lg)

Dôvera kupuje Union – zlúčenie zdravotných poisťovní na Slovensku

Na slovenskom trhu aktuálne dochádza k najzásadnejšej transformácii od roku 2010. Bola oznámená akvizícia Union zdravotnej poisťovne jej konkurentom Dôvera, čím sa mení dynamika trhu zdravotných poisťovní – z troch poisťovní zostanú dve, pričom jedna bude štátna a druhá čisto súkromná. Práve poisťovňa Union predstavovala alternatívu pre poistencov, ktorí sa chceli vyhnúť štátnej poisťovni a zároveň nechceli byť závislí od Dôvery patriacej do skupiny Penta. Na trhu sa tak vytvorí duopol, čo môže viesť k zníženiu priemerných nákladov na poistenca v dôsledku úspor z rozsahu, zároveň však zanikne možnosť porovnávať jednu súkromnú poisťovňu s inou súkromnou poisťovňou.

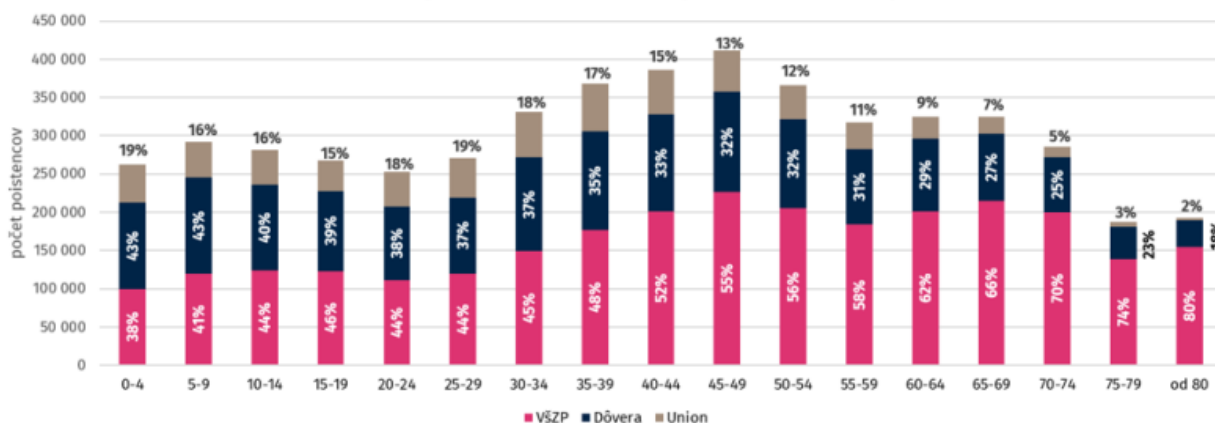
Podľa počtu poistencov má aktuálne najvyšší trhový podiel Všeobecná zdravotná poisťovňa (VŠZP) s celkovým počtom 2,703 mil. poistencov. Nasleduje Dôvera s 1,785 mil. poistencov a Union so 679 tis. poistencami. Po zlúčení Dôvery a Unionu sa ich spoločný počet poistencov zvýši na 2,464 mil., čo bude predstavovať nárast trhového podielu z 34 % na 46,9 %. Presun preferencií poistencov od štátnych inštitúcií k súkromným poskytovateľom bol viditeľný aj na vývoji počtu poistencov za posledných 16 rokov. VŠZP strácala v priemere takmer 48,9 tis. poistencov ročne, zatiaľ čo Dôvera získavala približne 23,9 tis. a Union približne 19,5 tis. poistencov ročne.

Trhový podiel zdravotných poisťovní (podľa počtu poistencov k 1.1. v %)



Zdroj: Úrad pre dohľad nad zdravotnou starostlivosťou (ÚDZS)

Veková štruktúra poistencov k 31.12.2024 podľa zdravotných poisťovní



Zdroj: ÚDZS

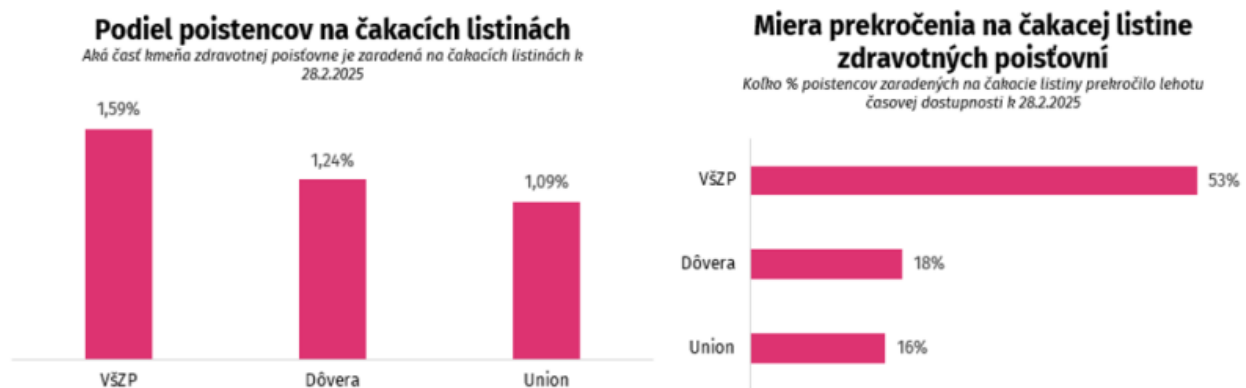
Keď sa pozrieme na prerozdelenie vekovej štruktúry poistencov podľa poskytovateľa, môžeme vidieť, že VŠZP dominuje v kategórii dospelých a starších poistencov, pričom pri skupine od 80 rokov dosahuje až 80 % podiel. Súkromní poskytovatelia naopak dominovali pri mladších ročníkoch, pričom Dôvera dominovala v kategórii 0 – 4 roky s podielom 43 % a Union dosahoval 19 %. Pri mladších ročníkoch tvoria súkromné poisťovne spoločný podiel presahujúci 50 %, čo predstavuje očakávanú predikciu vývoja počtu poistencov vo VŠZP, podľa ktorej bude trend klesajúceho počtu poistencov naďalej pokračovať.

Zbavenie sa poisťovacieho biznisu skupiny Achmea, ktorá vlastní Union, je výsledkom dlhodobej regulačnej nestability. Na Slovensku sa v kľúčových zdravotníckych zákonoch realizovalo priemerne 33 zmien ročne. Opakované diskusie o zákaze zisku, vyvlastnení či zavedení unitárneho systému vytvorili nepredvídateľné prostredie pre dlhodobé investície.

Napokon aj štát opakovane selektívne dofinancoval VŠZP (napr. 360 mil. EUR v minulosti), čím znevýhodnil súkromných poskytovateľov na trhu.

Jedným z dôvodov, prečo poistenci smerujú k súkromným poisťovniam, je lepšia technologická integrácia so zákazníkom. Prvky vlastného systému na elektronické predpisovanie liekov vyvinula práve Dôvera v roku 2014, pričom ho bezodplatne poskytla štátu (eRecept, ktorý je dnes pilierom pre eZdravie), zatiaľ čo štátny systém nebol funkčný. Podobný scenár sa odohral aj v oblasti laboratórnych žiadaniek. Tento technologický posun u súkromných poskytovateľov možno vidieť aj vo vývoji AI diagnostiky kože, mobilných aplikácií na kontrolu symptómov či online sledovania poradia na čakacích listinách.

Rozdiely vo vekovej štruktúre sa prejavujú aj v operatívnych ukazovateľoch kvality. VŠZP má pre starší poistný kmeň najvyšší podiel poistencov na čakacích listinách (1,59 %) v porovnaní s Dôverou (1,24 %) a Unionom (1,09 %). Napriek vyššiemu podielu starších pacientov je trojnásobný rozdiel v miere prekročenia lehôt časovej dostupnosti (VŠZP 53 % vs. Dôvera 18 % a Union 16 %) považovaný za rozdiel, ktorý nemožno vysvetliť len demografiou, ale primárne efektívnosťou nákupných procesov a zmluvnou politikou poisťovní.

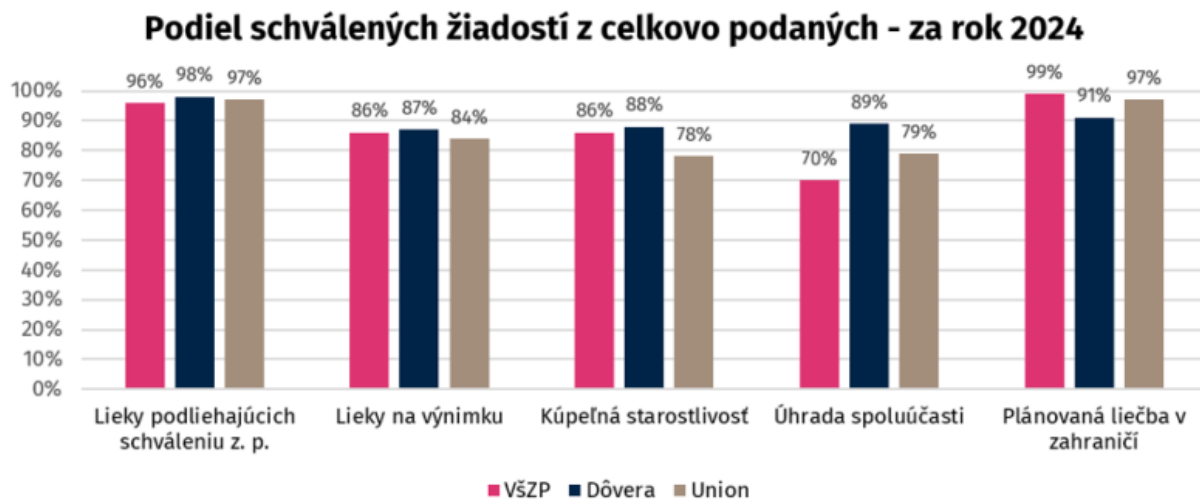


Zdroj: ÚDZS, INESS – Čo priniesla konkurencia medzi zdravotnými poisťovňami

Kroky poistencov smerujúci k súkromným poskytovateľom poistenia možno považovať aj z dôvodu pravdepodobnosti poskytnutia poistenia. Zatiaľ čo celkovo bolo pri súkromných poisťovateľoch odmietnutých žiadostí na prepočet na počet poistencov 0,23 – 0,24 % tak pri VŠZP je skoro dvojnásobná pravdepodobnosť na úrovni 0,42 %.

Súkromné poisťovne mali vyšší podiel schválených žiadostí vo väčšine kategórií. Najvýraznejšie sa to prejavilo pri úhradách spoluúčasti, kde Dôvera a Union dlhodobo vykazujú vyššiu mieru

schválenia, zatiaľ čo VŠZP dosahuje iba 70 %. Jedinou kategóriou, v ktorej dominuje štátna poisťovňa VŠZP, je plánovaná liečba v zahraničí, kde dlhodobo schvaľuje takmer 99 % podaných žiadostí. Najväčšiu časť z celkového počtu podaných žiadostí tvoria lieky podliehajúce predchádzajúcemu schváleniu (78 %) a lieky na výnimku (9 %). V oboch kategóriách dominuje poisťovňa Dôvera, ktorá ostatné poisťovne prevyšuje približne o 1 – 2 p. b.



Zdroj: ÚDZS, INESS – Čo priniesla konkurencia medzi zdravotnými poisťovňami

Spojením poisťovní vznikne subjekt ktorý ročnými tržbami (príjmy z poistného) dosiahnú úroveň 3,52 mld. EUR (Dôvera 2,64 mld. EUR + Union 880 mil. mil. EUR), pričom čistý zisk oboch entít za rok 2025 by predstavoval približne 36 mil. EUR. V najbližších mesiacoch sa pre poistených nič nemení. Zmluvy s lekármi, pobočky aj súčasné benefity zostávajú v platnosti. Spojením sa zjednotia zmluvné vzťahy, čo by malo teoreticky zlepšiť dostupnosť lekárov (lekár zazmluvnený len jednou poisťovňou bude dostupný pre celý spojený kmeň). Zlúčenie poisťovní môže znížiť administratívne a prevádzkové náklady avšak podľa legislatívy musia tieto úspory prioritne smerovať do nákupu zdravotnej starostlivosti a nie na vyplatenie mimoriadneho zisku akcionárov. Týmto krokom sa posilňuje postavenie skupiny Penta na slovenskom trhu zdravotníctva ktorá po zlúčení poisťovní vlastní aj sieť nemocníc (Svet zdravia), polikliník (ProCare) a lekární (Dr.Max).

V tejto súvislosti sa naskytá ekonomická otázka, či je výhodnejšie mať viacero zdravotných poisťovní, alebo iba jednu veľkú. Príkladom môže byť Holandsko s desiatimi poisťovňami, Česko so siedmimi alebo Fínsko s jedinou štátnou poisťovňou. Zatiaľ čo koncentrovaný poistný trh môže prinášať nižšie administratívne náklady, jednoduchšie prerozdeľovanie zdrojov a menšie riziko výberu zdravších poistencov, zároveň na ňom môže chýbať konkurenčný tlak. To sa môže prejavovať technologickým zaostávaním, poklesom kvality alebo znížením počtu poskytovaných klientskych služieb. Dôležitejšie než samotný počet zdravotných poisťovní sú stabilné regulačné pravidlá v krajine a zachovanie otvorenej a férovej konkurencie na trhu zdravotného poistenia.

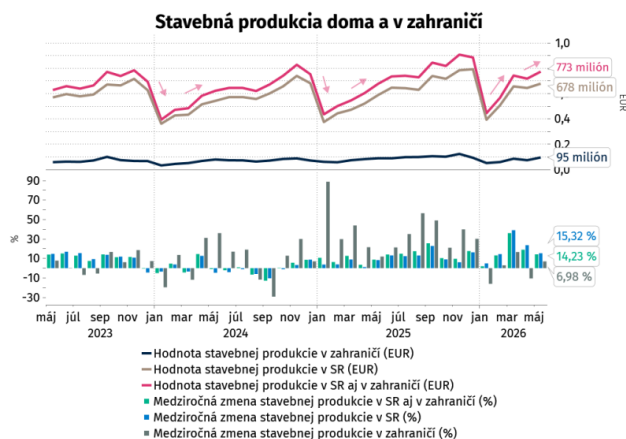
(mmm)

Stavebníctvo si v máji udržalo rast, no jeho dynamika slabne

Stavebníctvo patrí medzi významné odvetvia domácej ekonomiky – jeho vývoj odzrkadľuje realizáciu investičných projektov verejného aj súkromného sektora, a to od bytovej a komerčnej výstavby až po dopravnú a technickú infraštruktúru. Tempo rastu stavebníctva sa v máji zmiernilo. Produkcia dosiahla 773 mil. EUR a po očistení o infláciu medziročne vzrástla o 6,8 %. Napriek spomaleniu išlo stále o piaty najsilnejší májový výsledok za posledných 14 rokov.

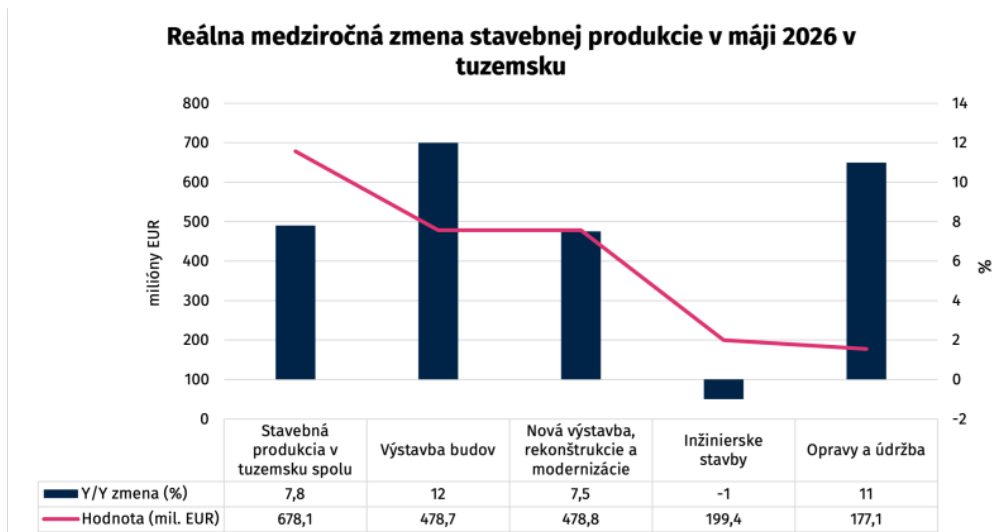
Po sezónnom očistení stavebná produkcia medzimesačne klesla o 2,9 %.

To znamená, že sa produkcia po mimoriadne silných výsledkoch z marca a apríla zmiernila. Objem stavebných prác však zostal nad hranicou 700 mil. EUR už tretí mesiac po sebe, pričom v minulosti sa táto úroveň dosahovala spravidla až počas vrcholiacej jesennej stavebnej sezóny. Stavebníctvo tak naďalej patrilo medzi hlavné zdroje domácej ekonomickej aktivity napriek pretrvávajúcemu poklesu priemyslu (-2 % medziročne) a slabšiemu exportu (v 1. štvrtroku -0,1 % a v máji podľa predbežných údajov +2,3 % medziročne). Zatiaľ čo produkcia v zahraničí reálne klesla približne o 1 % na 95 mil. EUR, tuzemská produkcia naďalej rástla. Práve tá tvorila takmer 88 % celkovej stavebnej májovej produkcie, pričom reálne stúpala o takmer 8 % až na 678,1 miliónov EUR.

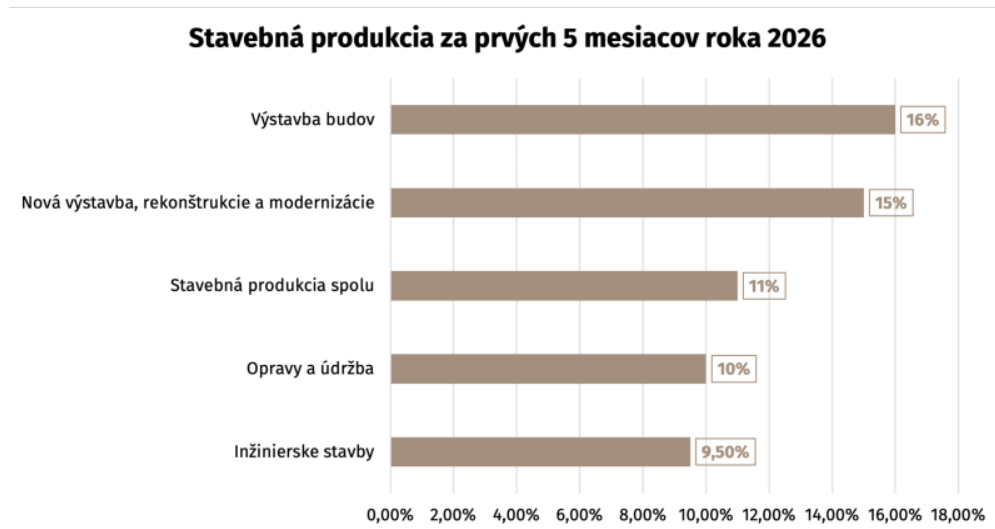


BENCONT

Nová výstavba, rekonštrukcie a modernizácie vzrástli o 7,5 %, najmä vďaka výstavbe budov (+12 %), zatiaľ čo produkcia inžinierskych stavieb klesla približne o 1 %. Opravy a údržba sa zvýšili o 11 % a dosiahli jeden z historicky najvyšších májových objemov.



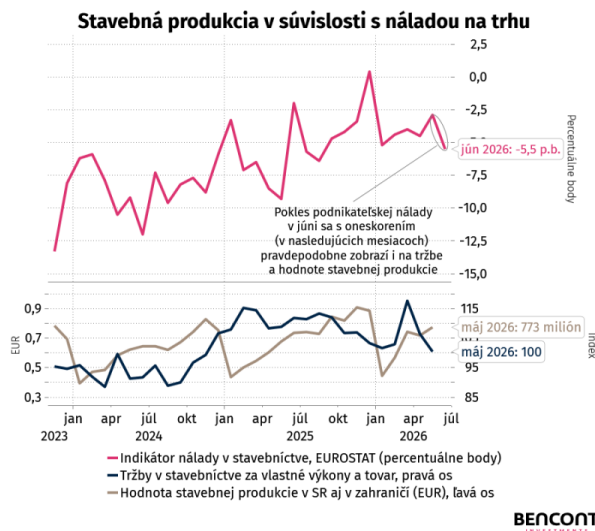
Rast stavebníctva v prvých piatich mesiacoch roka 2026 podporovala najmä silná domáca stavebná aktivita. Stavebná produkcia vzrástla medzioročne o 11 %, pričom nová výstavba vrátane rekonštrukcií a modernizácií stúpala o 15 % a opravy a údržba o 10 %. Hlavným zdrojom rastu bola výstavba budov (+16 %), zatiaľ čo produkcia na inžinierskych stavbách rástla miernejšie (+9,5 %), čo naznačuje, že sektor podporujú nielen nové investície, ale aj obnova stavebného fondu. Napriek tomu zostala investičná aktivita ekonomiky slabá – tvorba hrubého fixného kapitálu sa v 1. štvrtroku znížila o 6,4 % v dôsledku utlmených podnikových investícií do strojov, zariadení a ďalších fixných aktív. K rozdielnemu vývoju prispel aj rast opráv a údržby, ktoré sa do tvorby hrubého fixného kapitálu spravidla nezapočítavajú.



Stavebníctvo teda patrilo medzi hlavné faktory rastu domácej ekonomickej aktivity – v máji jeho trhovú produkciu vzrástla o 10,1 % a k rastu celkovej trhovej produkcie prispela 0,39 percentuálneho bodu, čo bol po službách druhý najvyšší príspevok spomedzi všetkých odvetví. Pozitívny vývoj potvrdzujú aj tržby stavebných podnikov, ktoré boli za prvých päť mesiacov roka medzioročne vyššie o 5,9 %, ako aj rast zamestnanosti, ktorá bola v máji medzioročne vyššia o viac ako 5 %. Výsledky naznačujú, že stavebníctvo bolo v prvej polovici roka jedným z mála odvetví, ktoré dokázalo kompenzovať slabší výkon exportne orientovaného priemyslu.

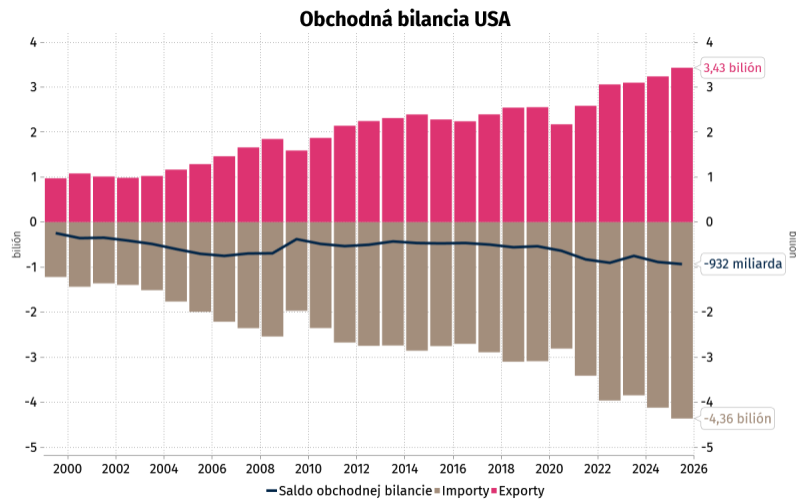
Záver

Napriek priaznivým výsledkom produkcie sa začínajú objavovať signály postupného ochladzovania odvetvia. Indikátor dôvery v stavebníctve sa v júni znížil na -4,5 bodu (-3 body medzimesačne) a dostal sa pod úroveň svojho dlhodobého priemeru. Za zhoršením nálady stojí najmä nižší objem zákaziek a menej priaznivé očakávania zamestnanosti, čo naznačuje opatrnejší výhľad stavebných podnikov na nasledujúce mesiace. Ochladzovanie potvrdzujú aj tvrdé ekonomické údaje. Tržby stavebných podnikov vzrástli v máji medzioročne už len o 0,4 %, čo bolo najslabšie tempo za posledných päť mesiacov, zatiaľ čo reálne mzdy v odvetví klesli o 1,4 %. Problémom sa taktiež stáva dopyt po novostavbách. Síce výstavba budov v máji medzioročne vzrástla takmer o 12 %, predaj bytov v Bratislavskom kraji v 2. štvrťroku klesol zo 742 na 652. Síce stavebníctvo naďalej ťaží z realizácie už rozpracovaných projektov, slabší prílev nových zákaziek naznačuje, že priestor na udržanie súčasnej dynamiky produkcie sa postupne zužuje. (vv)



Nové clá Donalda Trumpa

V piatok 24. júla vstúpili do platnosti nové clá zavedené Spojenými štátmi voči 60 obchodným partnerom z celého sveta. Týchto 60 ekonomík predstavuje približne 99,4 % celkového dovozu do USA. Sadzby nových ciel boli stanovené na úrovni 10 % alebo 12,5 %. Clá boli zavedené na základe oddielu 301 zákona o obchode z roku 1974. Tento právny základ má byť odolnejší voči súdnemu preskúmaniu než právne mechanizmy, ktoré americká administratíva použila pri predchádzajúcich colných opatreniach. Oddiel 301 umožňuje Spojeným štátom reagovať na zahraničné zákony, politiky alebo praktiky, ktoré sú podľa amerických orgánov neopodstatnené, neprimerané alebo diskriminačné a zároveň zaťažujú alebo obmedzujú obchod USA. V tomto prípade Úrad obchodného splnomocnenca USA dospel k záveru, že dotknuté ekonomiky dostatočne nezakazujú alebo účinne nevymáhajú zákaz dovozu výrobkov vyrobených nútenou prácou.



BENCONT
INVESTMENTS

Európska únia patrí medzi ekonomiky, pri ktorých sa uplatňuje 10-percentná hranica vypočítaná po zohľadnení základného cla podľa doložky najvyšších výhod, teda MFN cla. Neznamená to, že sa ku každému MFN clu automaticky pripočíta ďalších 10 %. Ak napríklad výrobok z EÚ podlieha MFN clu vo výške 5 %, dodatočné clo podľa oddielu 301 bude predstavovať 5 %, takže celkové clo dosiahne 10 %. Ak je MFN clo na daný výrobok už vyššie ako 10 %, dodatočné clo podľa oddielu 301 sa neuplatní a zostane zachovaná pôvodná MFN sadzba. Právne odôvodnenie opatrení súvisí predovšetkým s nútenou prácou. Podľa americkej administratívy môže využívanie nútenej práce znižovať výrobné náklady, poskytovať producentom neprimeranú konkurenčnú výhodu a poškodzovať amerických výrobcov a obchod. Medzi ekonomiky podliehajúce základnej 12,5-percentnej sadzbe patrí aj Čína. Pri väčšine ekonomík v tejto skupine ide o dodatočné clo vo výške 12,5 % nad rámec príslušného MFN cla. Ak by teda výrobok podliehal MFN clu vo výške 5 %, jeho celkové colné zaťaženie by spravidla dosiahlo 17,5 %. Na niektoré výrobky sa však môžu vzťahovať výnimky alebo ďalšie osobitné colné režimy.

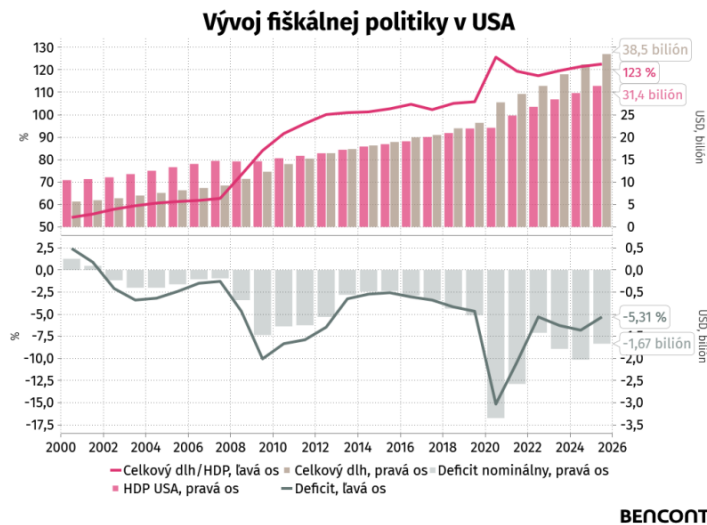
10% (EÚ)			12,5% (Čína)		
MFN clá	Nové clá	Celkové clá	MFN clá	Nové clá	Celkové clá
0,0%	10,0%	10,0%	0,0%	12,5%	12,5%
2,5%	7,5%	10,0%	2,5%	12,5%	15,0%
5,0%	5,0%	10,0%	5,0%	12,5%	17,5%
10,0%	0,0%	10,0%	10,0%	12,5%	22,5%
12,5%	0,0%	12,5%	12,5%	12,5%	25,0%

Záver

Doteraz platili clá nad rámec základných MFN sadzieb, mnohé podniky ich však vnímali ako dočasné opatrenia. Zavedenie nového právneho režimu môže z ciel vytvoriť dlhodobejšiu súčasť obchodných vzťahov medzi USA a ich obchodnými partnermi. Neznamená to, že colné náklady okamžite dramaticky vzrastú, keďže pri niektorých výrobkoch z EÚ boli v predchádzajúcom režime dokonca vyššie. Dlhodobejšie uplatňovanie ciel však môže viesť k ich postupnému premietnutiu do cien tovarov, zníženiu ziskových marží exportérov alebo k obmedzeniu výroby v ekonomikách závislých od vývozu do USA. Slovenská ekonomika je výrazne zapojená do výroby automobilov, strojov, kovových výrobkov a komponentov, ktoré sa priamo alebo prostredníctvom európskych dodávateľských reťazcov dostávajú na americký trh. Nové clá preto môžu zvýšiť tlak na slovenských výrobcov, oslabiť zahraničný dopyt a v niektorých odvetviach viesť k zníženiu produkcie. (mš)

Ako môžu mať vyššie dane negatívne vplyvy na akciový trh v USA.

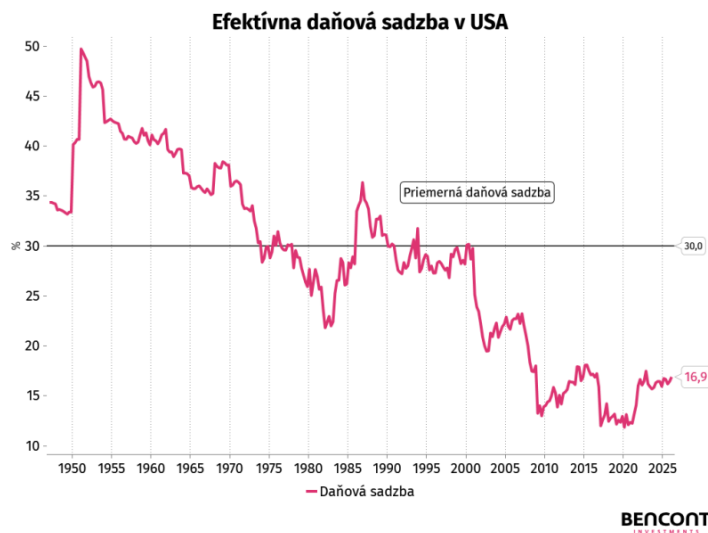
Spojené štáty americké dosiahli v roku 2025 pomer zadlženia k HDP viac ako 123 %. Čisté úroky na obsluhu tohto dlhu presiahli v roku 2025 hodnotu 970 miliárd USD, čo znamená, že čistá úroková sadzba z celkového dlhu bola na úrovni 2,58 %. Absolútna výška dlhu vo fiškálnom roku 2025 predstavovala sumu viac ako 37 biliónov USD. Navyše sa očakáva, že nominálny dlh bude ďalej narastať kvôli pretrvávajúcim vysokým deficitom, ktoré sú v roku 2026 na úrovni 5,31 % HDP, čo v absolútnom vyjadrení predstavuje 1,67 bilióna USD. Jednou z mála vecí, ktoré USA v súčasnosti pomáhajú s obsluhou dlhu, je existencia vyšších inflačných šokov. HDP USA má v roku 2026 dosiahnuť reálny rast približne 2,1 %, zatiaľ čo nominálny rast v súčasnosti predstavuje 5,6 %. Rozdiel 3,5 percentuálneho bodu pripisujeme práve vyššej inflácii, ktorá bola ešte začiatkom roka na úrovni 2,4 %. V opačnom prípade by bol nominálny rast pod úrovňou deficitu, a teda absolútna výška dlhu by rástla. Súčasná situácia síce nezvyšuje nominálne zadlženie USA voči HDP, avšak pri zvýšených inflačných šokoch nastáva problém s vyššími úrokmi.



Vyššie deficity, nižšie dane

Deficity v USA dosahovali od začiatku tisícročia v priemere 4,6 % HDP. Na druhej strane treba pripomenúť finančnú krízu v roku 2008, počas ktorej deficit pomohol zmierniť ekonomický šok a mal stimulačný účinok v období pesimizmu. Práve preto v roku 2008 dosahoval deficit USA viac ako 7 % HDP, no vo vysokých deficitoch sa pokračovalo aj po tomto roku. Jedným z možných vysvetlení, prečo sa vlády rozhodli pokračovať v expanzívnej fiškálnej politike, mohla byť existencia nulových sadzieb. To znamenalo vyššiu návratnosť z investovaného kapitálu, ktorý bol financovaný najmä dlhom. Na druhej strane však pri raste úrokových sadzieb môže dochádzať k refinančnému riziku. Ak by sme predpokladali, že sa vláda USA rozhodne znižovať absolútnu výšku dlhu bez existencie extrémnych scenárov, akým je napríklad finančná represia, jedným z možných riešení je zvyšovanie daní a znižovanie vládnych výdavkov. Pre túto analýzu nebudeme brať do úvahy výdavkovú stránku rozpočtu a našu pozornosť zameriame na príjmovú časť. Podľa rozpočtového úradu USA by zvýšenie daní z príjmov fyzických osôb o 1 p.b. prinieslo do štátneho rozpočtu do roku 2034 kumulatívne viac ako 1,18 bilióna USD. Rovnaké zvýšenie by v prípade sociálneho zabezpečenia prinieslo 0,73 až 1,43 biliónov USD a v prípade zvýšenia korporátnej dane 136 miliárd USD. Zvýšenie korporátnej dane sa preto zdá ako jedno z možných, avšak nie najoptimálnejších riešení. Ak sa ale pozrieme na vývoj korporátnej dane na efektívnej úrovni v USA za posledných takmer 100 rokov, pozorujeme takmer neustály pokles. Efektívne daňové sadzby z korporátnych ziskov sa ešte na začiatku milénia pohybovali na úrovni 30 %, pričom dnes táto hodnota tvorí takmer polovicu, konkrétne 17 %. Ak by sme teda počítali s návratom na úroveň 30 %, čo je zároveň priemer od roku 1947, len v prípade prvého štvrťroka 2026 by toto zvýšenie prinieslo dodatočných viac ako 600 miliárd USD. Pri priemernom tempe rastu na úrovni 1,57 % za sledované obdobie sa dá predpokladať, že do roku 2035 by toto dodatočné zdanenie mohlo kumulatívne priniesť viac ako 28 biliónov USD. Navyše zisky

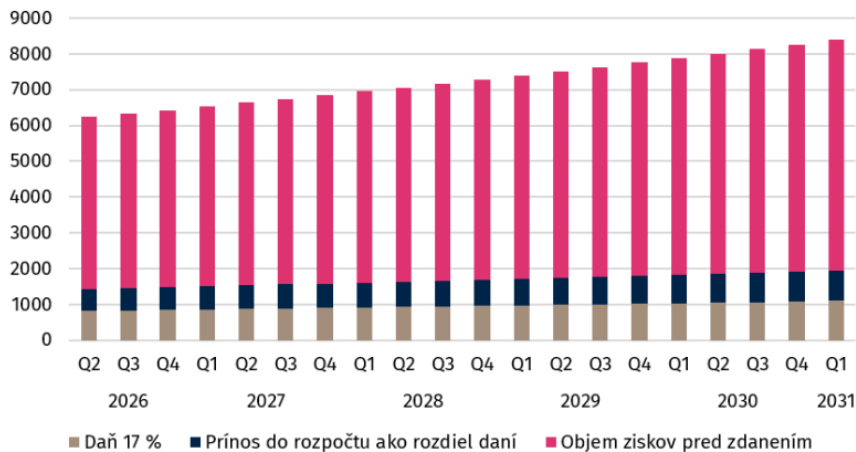
po zdanení rástli za sledované obdobie kvartálnym tempom 1,65 %, čo znamená, že dodatočný rozdiel 8 základných bodov možno pripísať práve nižším korporátnym daniam. Efektu nižších daní sa tak dá pripísať približne 5-percentný podiel na celkovom tempe rastu, pričom zvyšných 95 % rastu ziskov pripisujeme vyššej produktivite firiem.



Efekt vyšších daní na akciové trhy

Dodatočné zdanenie, ktoré by v tomto prípade vzrástlo o takmer 100 %, by znamenalo, že korporátne zisky slúžiace ako podklad na oceňovanie akcií by klesli o približne 15 %. Ak sa pozrieme na dnešné ocenenie akciového trhu, ktoré dosahuje 25,5-násobok ziskov, každé takéto navýšenie daní odčerpávajúce korporátne zisky môže priniesť neblahé následky. K 17. júlu 2026 uzavrel index S&P 500 na úrovni 7457,69 bodu. Pri násobku 25,5 sa dá predpokladať, že zisky indexu na akciu sú 292,46. Pri 15-percentnom poklese by išlo o zisky na úrovni 248,89, čo pre dnešné ocenenie implikuje hodnotu násobku 29,9. Rast daní bude navyše ovplyvňovať aj tempo rastu v dlhodobom horizonte. Tak ako sa nižším daniam dal pripísať 5-percentný podiel na celkovom raste, pri raste daní možno očakávať podobný trend, avšak s negatívnym tempom. Pre dnešné ocenenie trhu to nemusí byť fatálny následok, ktorý by spustil vlnu výpredajov. Môžeme však predpokladať, že pri precenení akciového trhu smerom k dlhodobému priemeru, ktorý sa pohybuje na úrovni 17, nastane nižšie tempo rastu celého trhu v dlhodobom horizonte.

Kontribúcia dodatočného zdanenia



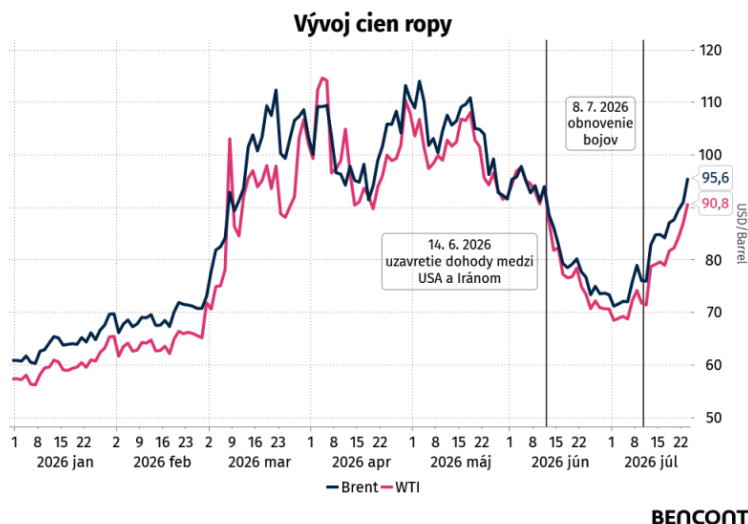
Záver

Ako spomíname, výška dlhu a konkrétnejšie vysoké deficity vytvárajú v americkej ekonomike situáciu, ktorú bude nutné v budúcnosti riešiť. Jedným z možných opatrení na zvýšenie príjmovej stránky rozpočtu je preto zvýšenie daní na korporátnej úrovni. Toto navýšenie nemusí byť také agresívne, ako uvádzame v príklade, no ak budeme počítať s návratom k historickému priemeru, dostaneme realistický obraz o tom, čo by mohlo zvýšenie tohto typu dane spôsobiť. Negatívne efekty vyvolané týmto rozhodnutím budú vo veľkej miere spojené najmä s poklesom objemu reinvestovaných ziskov. Schopnosť reinvestovať zisky je pritom v Amerike kľúčová, keďže USA predstavujú najväčšiu ekonomiku sveta, ktorej rast závisí primárne od schopnosti inovovať a zvyšovať produktivitu. Ak by USA prestali inovovať alebo by sa tempo investovania kapitálu do inovácií spomalilo, efekt vyšších daní by nemusel dostatočne kompenzovať znižovanie verejného dlhu. (mš)

Blokáda prielivu Báb al-Mandab

Vojna medzi USA a Iránom sa medzičasom preliala aj na opačnú stranu Arabského polostrova. V súčasnosti tak eskaluje riziko spojené s blokádou ďalšieho kľúčového prielivu Báb al-Mandab, cez ktorý pred vypuknutím konfliktu na Blízkom východe prechádzalo približne 4,2 % globálnej produkcie ropy. Počas bojov bola časť ropnej produkcie, pôvodne smerujúcej cez zablokovaný Hormuzský prieliv, presmerovaná práve cez túto západnú námornú trasu v Červenom mori. Odhaduje sa, že tento odklonený objem predstavuje približne 7 % globálnej produkcie, čo zodpovedá 7 miliónom barelov ropy denne. Prípadné úplné uzatvorenie prielivu Báb al-Mandab by tak definitívne odrezalo alternatívne obchodné trasy a spôsobilo kompletné ochromenie

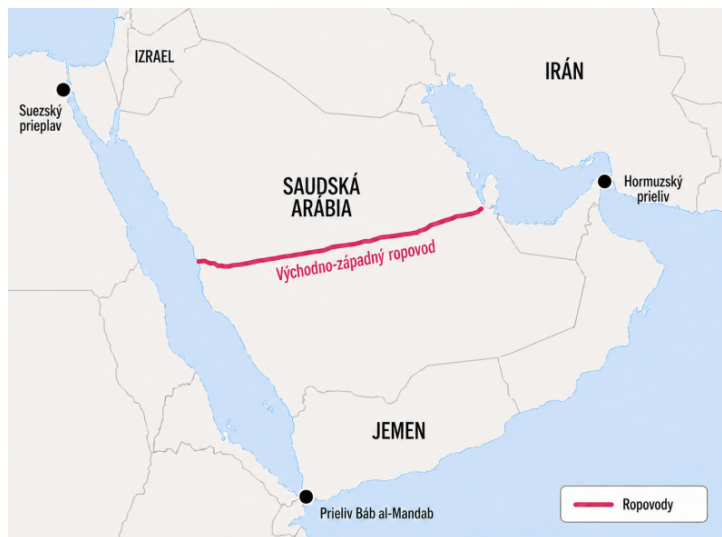
dodávok ropy z celého regiónu Perzského zálivu, čo pre globálnu ekonomiku predstavuje fatálny ponukový šok.



Konflikt na oboch stranách polostrova

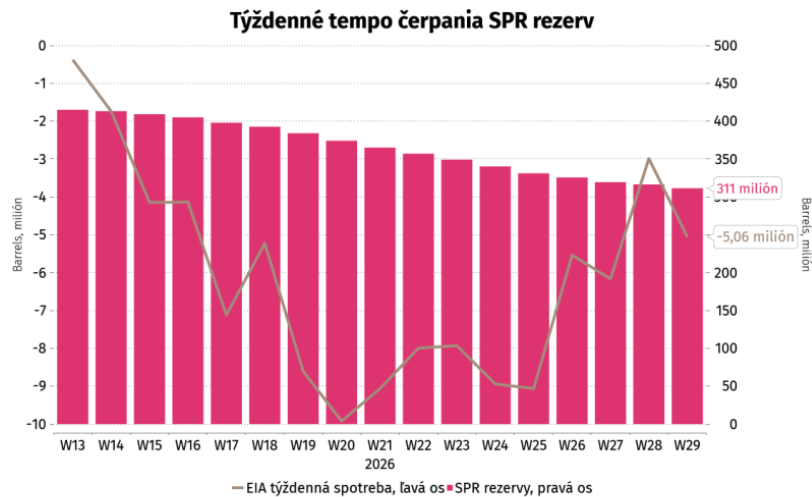
Pred konfliktom prechádzalo cez Hormuzský prieliv približne 20 % svetovej produkcie ropy, čo predstavuje 20 miliónov barelov denne. Cez prieliv Báb al-Mandab následne prechádzalo približne 4,2 %, čo vyjadruje zhruba 4,2 milióna barelov ropy denne. Celkovo tak Arabský polostrov zabezpečoval približne 25 % svetovej produkcie ropy. Dnes v tomto regióne zúria vojenské nepokoje a prebiehajú aktívne boje medzi USA a Iránom. Obom štátom pritom pomáhajú krajiny, ktoré sú súčasťou tohto regiónu. Spojencom USA je v tejto oblasti Izrael, zatiaľ čo jedným zo spojencov Iránu je Jemen, ktorého povstalecká skupina jemenských húsíov je priamo vojensky podporovaná Iránom. Práve skupina jemenských húsíov spôsobuje komplikácie, ktoré síce existujú dlhšie, no dnes začínajú predstavovať bezpečnostnú hrozbu pre celú globálnu ekonomiku. Ako sme spomínali, približná odklonená produkcia ropy z Perzského zálivu bola kvantifikovaná na približne 7 miliónov barelov denne (MBOEd). Táto produkcia smeruje cez Východno-západný ropovod smerom k Červenému moru, odkiaľ môže ísť na sever cez Suezský prielav do Európy, alebo na juh cez prieliv Báb al-Mandab smerom do Ázie. Hoci sa podarilo odkloniť 7 MBOEd, táto celková produkcia Arabský polostrov neopúšťa. Do Európy prúdi cez Suezský prielav približne 2,5 MBOEd a ďalšie 2 MBOEd využíva na vlastnú spotrebu Saudská Arábia kvôli premene ropy na elektrickú energiu. Približne 70 % spotrebovanej elektrickej energie v rezidenčnom sektore pritom tvorí spotreba klimatizácií počas letných horúčav, čo odčerpáva dennú produkciu na úrovni 1,4 MBOEd. Dá sa teda predpokladať,

že zvyšných približne 2,5 MBOEd prechádzalo cez prieliv Báb al-Mandab. Ak si vezmeme do úvahy, že Arabský polostrov produkuje približne 25 MBOEd, celkový deficit meraný počtom barelov, ktoré polostrov neopustia, bude v prípade plného zablokovania prielivu Báb al-Mandab predstavovať 20,5 MBOEd. Globálna produkcia ropy zaznamenala do vyhlásenia prímeria medzi USA a Iránom, ktoré bolo ohlásené 14. júna, deficit na úrovni 1,4 miliardy barelov. Pri súčasnom deficite takmer 20,5 MBOEd by sme tak videli akcelerujúce tempo prehlbovania tohto nedostatku spojené s ešte vyššími cenami fosílnych palív, než tomu bolo doteraz. Na druhej strane, blokáda zo strany jemenských húsíov sa jedná len pre lode zapojené do Saudskoarabského exportu, takže prieliv nemusí absorbovať celú stratu.



Strategické rezervy

Ako dlhodobo uvádzame, americké strategické ropné rezervy (SPR), z ktorých plánovala americká vláda kvôli tomuto konfliktu vynaložiť 172 miliónov barelov, sa neúprosne blížia ku kritickým hraniciam. Podľa posledných dát sa celkový objem SPR znížil o ďalších viac ako 5 miliónov barelov na súčasných 311,4 milióna barelov. Psychologická hranica 300 miliónov je teraz bližšie ako kedykoľvek predtým a SPR dosahujú najnižšie úrovne od roku 1983. Od začiatku konfliktu zaznamenali strategické rezervy pokles o zhruba 105 miliónov barelov. V hre pritom zostáva ďalších 67 miliónov barelov, čo by pri čerpaní na úrovni 5 miliónov barelov týždenne vystačilo na viac ako 13 týždňov. Rezervy SPR sa nachádzajú v solných jaskyniach v Texase, pričom platí, že čím nižšie ich objem klesne, tým náročnejšie bude ich samotné čerpanie kvôli integrite samotných jaskýň alebo nižšiemu tlaku.



Záver

Začiatkom júla sa ropa WTI dostala pod hranicu 70 USD za barel. Následne nato vyšla správa, podľa ktorej inflácia v USA zaznamenala medzimesačný pokles o 0,4 %, pričom najväčší podiel na tom mali ceny energií, ktoré medziročne klesli o 7,8 percentuálneho bodu. Dnešná situácia síce stále ťaží z júlového optimizmu po zverejnení inflácie a z poklesu cien ropy, avšak od začiatku júla, keď ceny ropy dosiahli minimum, sa opäť odrazili na úroveň nad 90 USD za barel. Dnešný stav navyše ponúka hrozivejšiu kombináciu, než tomu bolo pred začiatkom konfliktu medzi USA a Iránom. Pred vypuknutím konfliktu, 28. februára, vstupovala Amerika do situácie s viac ako 415 miliónmi barelov SPR a veľká časť tankerov bola stále na mori. Deficity sa preto začali prejavovať až približne mesiac po začatí konfliktu. Dnes stojíme pred kombináciou vyššieho globálneho deficitu, nižších strategických rezerv a stále pretrvávajúcej inflácie, ktorá sa nachádza nad inflačným cieľom centrálnych bánk. Je preto viac než pravdepodobné, že globálna cena ropy by sa pri pretrvávajúcom konflikte mohla usídlieť na vyšších úrovniach ako z marca 2026 kedy dosiahla nad 120 USD za barel. (mš)

Autori:

Analytici:

Ján Vražda (vrazda@bencont.sk)

Zdenko Lauko (lauko@bencont.sk)

Frederik Wiesner (wiesner@bencont.sk)

Junior analytici:

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.