

Hospodárstvo Ukrajiny v tieni vojny

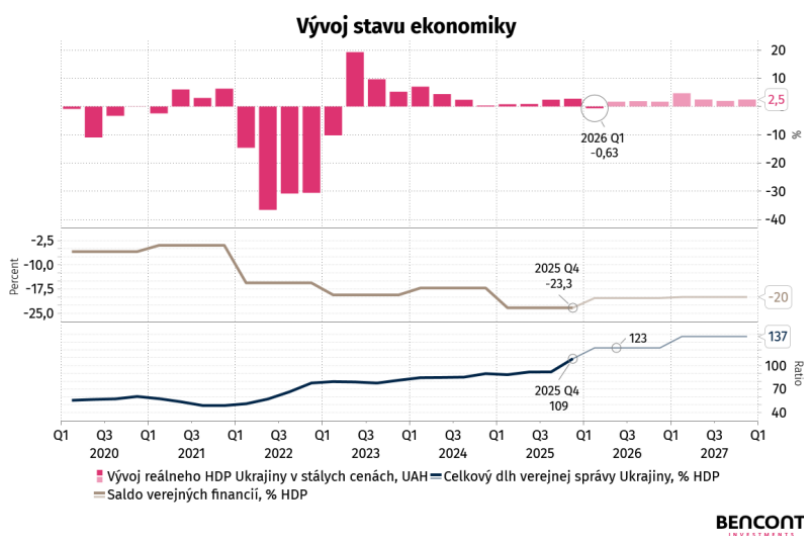
Po 4 rokoch vojny čelí ukrajinská ekonomika hlbokým stratám, rastúcemu tlaku na verejné financie a náročnej ceste k postupnej obnove. Aktuálny makroekonomický vývoj v Británii a eurozóne ukazuje, že napriek podobnej inflácii rozhodujú o rozdieloch najmä úrokové sadzby, trh práce a investície. Aký postoj zaujali tvorcovia monetárnej politiky v ekonomikách USA, Spojeného kráľovstva a Japonska? Ako sa hypotekárne sadzby na Slovensku a v eurozóne vyvíjajú v reakcii na sprísňovanie menovej politiky ECB? Turistický pobyt v krátkodobom prenájme trenduje v Európe aj na Slovensku. Inflácia v júni spomalila, no stále zostala nad európskym priemerom – aké faktory ju ovplyvnili? Čo stojí za výbornou ziskovosťou amerických bánk?



Vojna na Ukrajine trvá už štvrtý rok a nedávno svojou dĺžkou o tri mesiace prekonala prvú svetovú vojnu. Práve vojna s Ruskom formuje súčasný stav ukrajinskej ekonomiky, ale zároveň aj jej budúci vývoj. V prvom roku vojny sa reálne HDP prepadlo o 28,8 %, pričom v súčasnosti je reálne HDP krajiny približne o 21 % nižšie než v roku 2021. Po výraznom poklese HDP medziročne rástlo, avšak v 1Q 2026 sa medziročne znížilo o 0,6 %. Tento pokles bol determinovaný najmä energetickou krízou vyvolanou ruskými útokmi na infraštruktúru

a extrémnym zimným počasím. Podľa prognóz sa však v roku 2026 očakáva rast na úrovni 1,3 % a v roku 2027 na úrovni 2,8 %, čo zároveň naznačuje pokračovanie zvýšených výdavkov na obranu.

Tie vytvárajú výrazný tlak na verejné financie. Deficit verejných financií dosiahol v roku 2025 úroveň 23,3 % HDP, pričom v rokoch 2026 a 2027 sa očakáva jeho zníženie približne na 20 % HDP. Práve deficitná fiškálna politika spôsobuje výrazný rast verejného dlhu. Pred vypuknutím konfliktu dosahoval verejný dlh približne 48,9 % HDP, zatiaľ čo v súčasnosti presahuje úroveň 100 % HDP. Pokračovanie dlhodobej deficitnej politiky by mohlo viesť k tomu, že do roku 2027 by sa pomer verejného dlhu k HDP zvýšil až na 137 %.

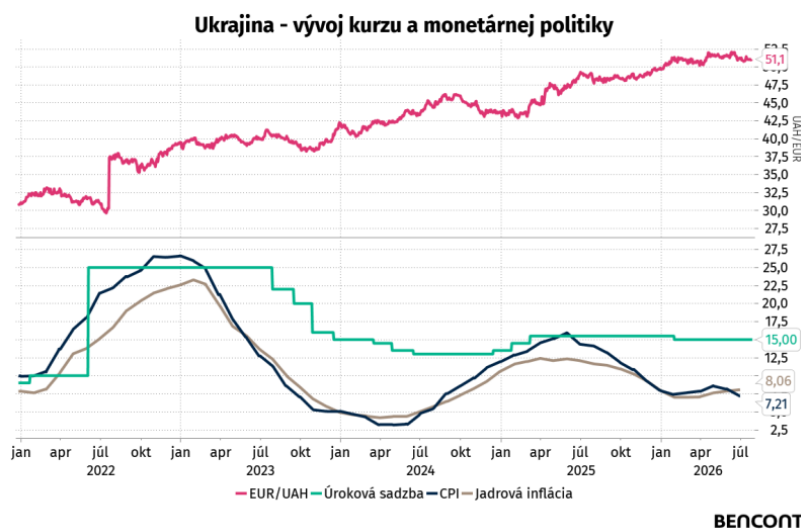


Ukrajinská ekonomika sa prispôsobila vojnovým podmienkam, no náklady a riziká naďalej rastú

Od začiatku roka 2022 sa inflácia v krajine výrazne odchyľila od normálu a ku koncu roka dosiahla medziročne až 26,6 % (pri cenách potravín až nad 30 %). Hlavným motorom bol rozpad logistických reťazcov a prudký nárast nákladov na palivá a energie. Vďaka prísnej menovej politike a stabilizácii dodávateľských trás sa tempo rastu cien spomalilo a v decembri 2025 dosiahlo úroveň 8 %. K tomuto poklesu prispela aj dobrá úroda zeleniny (pôsobila deflačne na ceny potravín) a obmedzený dopyt v dôsledku masívnej emigrácie. V apríli medziročná inflácia mierne vzrástla na 8,6 % pod vplyvom energetického deficitu a nárastu cien palív v dôsledku konfliktu na Blízkom východe. K júnu 2026 sa však opäť spomalila na 7,2 %, čo bolo spôsobené najmä poklesom cien potravín.

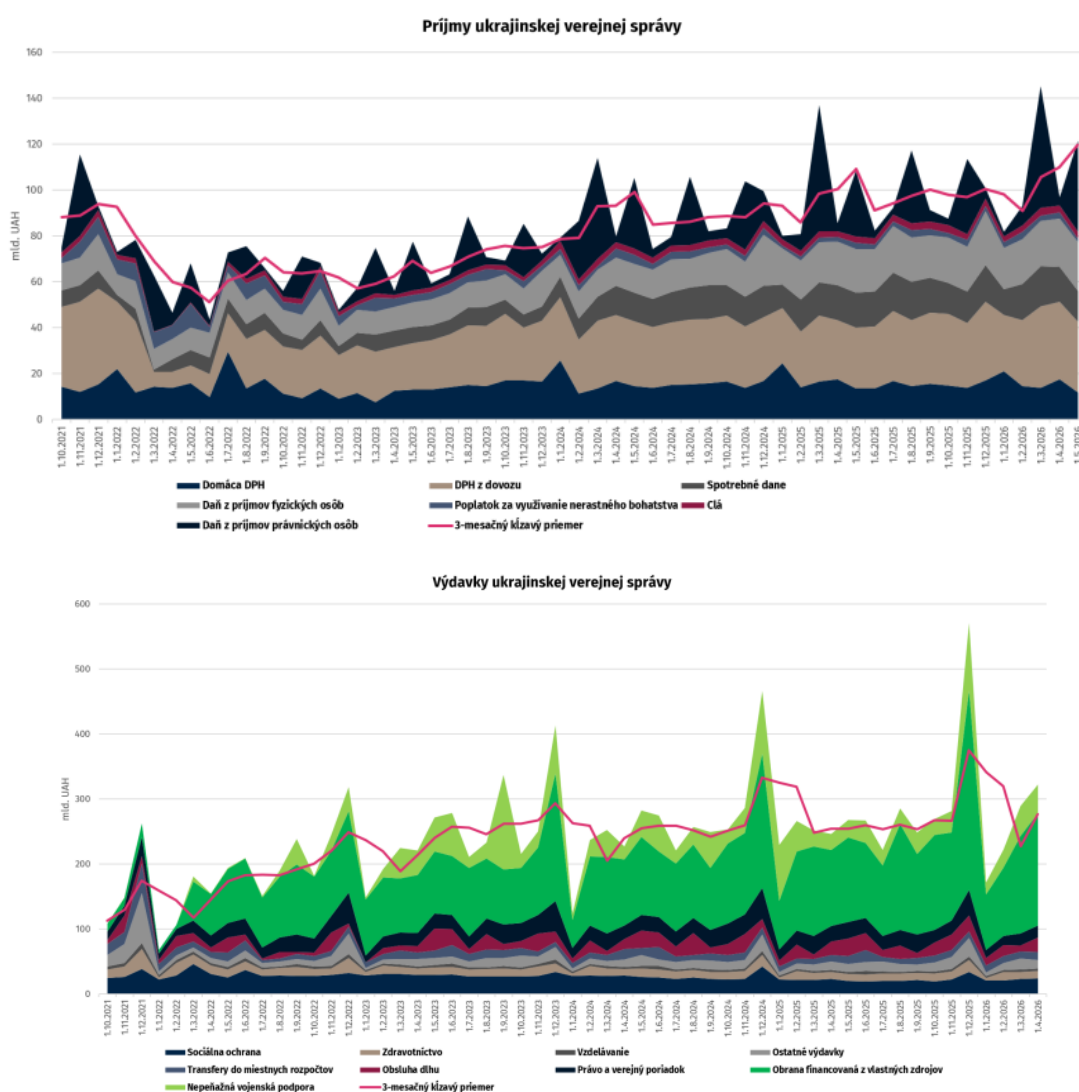
Dôsledky inflačných tlakov sa prejavili aj vo vývoji ukrajinskej hrivny, ktorá za štyri roky vojny stratila voči euru 53,6 % svojej hodnoty. Po počiatočnom období fixného kurzu prešla Národná banka Ukrajiny (NBU) v októbri 2023 na režim „riadenej flexibility“. Cieľom bolo umožniť trhu prispôbiť sa zmenám v dopyte a ponuke pri súčasnom zachovaní kontroly nad nadmernými výkyvmi. Hrivna preto od roku 2023 kontinuálne oslabuje a v polovici roka 2026 sa priblížila k hranici 51 EUR/UAH. Volatilitu kurzu v roku 2026 zvýšila aj neistota spojená s globálnym rizikom (konflikt v Iráne).

V januári 2026 NBU znížila základnú úrokovú sadzbu na 15 %. Napriek spomaleniu inflácie sa v júni 2026 rozhodla ponechať sadzbu nezmenenú z dôvodu očakávanej vyššej inflácie, ktorá sa má prejaviť koncom roka 2026 a dosiahnuť úroveň 9,4 %. NBU taktiež pravidelne intervenuje na trhu, aby vykrývala deficit devíz spôsobený prevahou dovozu (energetika a obrana). Len v júni 2026 vynaložila na intervencie zamerané na stabilizáciu kurzu 5,1 mld. USD. Vďaka prílevu zahraničnej pomoci (v júni 2026 prišlo 11,3 mld. USD od EÚ a Svetovej banky) vzrástli medzinárodné rezervy na rekordných 51,3 mld. USD. Táto úroveň postačuje na krytie 5,2 mesiaca dovozu, čo poskytuje NBU dostatočný vankúš na pokračovanie politiky riadenej devalvácie bez rizika nekontrolovaného pádu meny.



Keď sa pozrieme na príjmovú stránku verejnej správy – (bez zahraničných grantov), DPH zostáva kľúčovým zdrojom príjmov s priemerným podielom 46 % na všetkých daňových výnosoch. Výnos z domácej DPH je ovplyvňovaný najmä infláciou a spotrebou domácností, ktorú v roku 2026 podporuje rast reálnych miezd. Práve dovozná DPH však predstavuje najväčší nesezónny príjem, pričom vykazuje vysokú volatilitu. V máji klesol výnos z dovoznej DPH na 53,1 mld. UAH (1,04 mld. EUR). Tento pokles bol priamym dôsledkom zníženia objemu dovozu (pokles z 9,8 mld. USD na 7,3 mld. USD, ťahaný najmä palivami).

Podiel dane z príjmov fyzických osôb na celkovom daňovom mixe vzrástol z 12 % v roku 2021 na 24 % v roku 2025. Tento nárast nie je výsledkom organického rastu zamestnanosti v civilnom sektore, ale dôsledkom výrazného zvýšenia miezd v armáde a legislatívnych zmien. Príkladom je zvýšenie sadzby vojenskej dane z 1,5 % na 5 %, pričom jej pôsobnosť bola rozšírená aj na malých a mikropodnikateľov. V máji 2026 dosiahol výnos z dane z príjmov fyzických osôb 21,3 mld. UAH (420 mil. EUR), čo predstavuje medziročný rast o takmer 11,6 %. Zaujímavou zložkou príjmov, ktorá takmer zanikla, boli daňové príjmy z nerastného bohatstva, pričom ich podiel sa od roku 2021 znížil zo 6,8 % na 2,2 % v roku 2025. Systematické ničenie a okupácia ťažobných kapacít na východe a juhu krajiny viedli k zastaveniu činnosti v tomto kľúčovom priemyselnom sektore.



Zdroj: Ministerstvo financií Ukrajiny

Celkové výdavky verejnej správy zaznamenali taktiež bezprecedentný nárast a to z priemerných

158 mld. UAH mesačne v roku 2021 na aktuálnych 279,6 mld. UAH mesačne za posledných 12 mesiacov. Práve výdavky poukazujú na transformáciu fiškálnych priorít, keď sa štát preorientoval z modelu sociálneho rozvoja na model totálnej obrannej vojny. Výdavky na obranu tak pohlcujú až takmer 65 % celkových rozpočtových výdavkov, pričom financovanie obrany sa od roku 2021 zvýšilo približne 24-násobne. V apríli 2026 dosiahli tieto výdavky približne 217 mld. UAH.



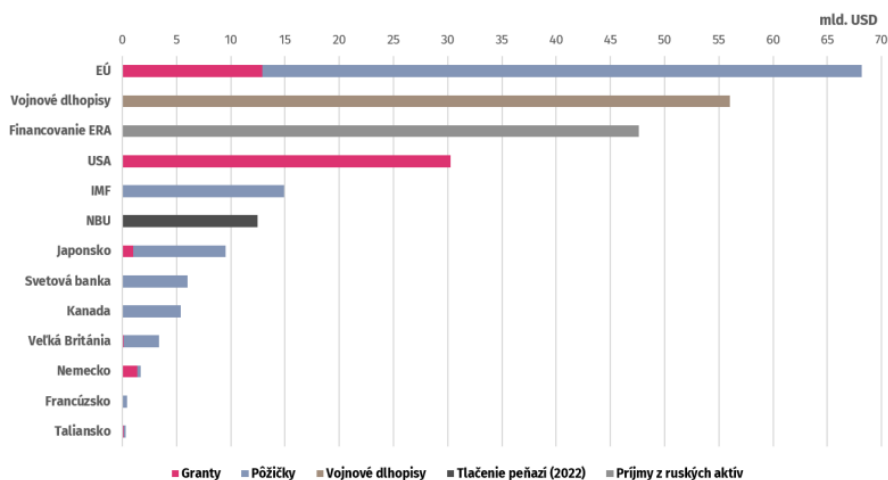
Kombinované výdavky na domácu bezpečnosť a obranu (vrátane vojenskej pomoci zo zahraničia) predstavujú viac ako tretinu HDP Ukrajiny, čo je pravdepodobne najviac na svete.

Ďalšou významnou zložkou sú náklady na splácanie a obsluhu verejného dlhu, ktoré sa v dôsledku masívneho úverového financovania stali kritickou záťažou pre rozpočet. Len v apríli 2026 vzrástli výdavky na obsluhu dlhu na 22 mld. UAH (430 mil. EUR) mesačne, pričom za posledných 12 mesiacov tvorili až 7 % celkových rozpočtových výdavkov. V dôsledku rastúceho verejného dlhu však bude Ukrajina musieť v nasledujúcich desaťročiach vynakladať na jeho obsluhu v priemere až 13,2 mld. EUR ročne. V tejto súvislosti je dôležité zohľadniť, že splácanie úveru EÚ vo výške 90 mld. EUR zaťaží Ukrajinu iba v prípade, že Rusko uhradí reparácie – (scenár, ktorý sa za súčasných okolností javí ako veľmi nepravdepodobný).

Celkový objem zahraničnej pomoci Ukrajine od roku 2022 presiahol 190 mld. USD, pričom v roku 2025 dosiahlo priame zahraničné financovanie rozpočtu 52,4 mld. USD. Ukrajina aktívne využíva aj domáci finančný trh, pričom v roku 2025 získal štát predajom domácich dlhopisov celkovo 14 mld. USD. Objem štátnych cenných papierov na domácom trhu vzrástol od začiatku vojny o viac ako 86 % na 1,97 bil. UAH (44 mld. USD), pričom však dochádza k postupnému vyčerpaniu tohto zdroja. Zatiaľ čo v predchádzajúcich rokoch rástol ich objem dvojciferným tempom, v roku 2025 sa tempo rastu spomalilo na menej ako 6 %, čo signalizuje narážanie na absorpčnú kapacitu domáceho bankového sektora.

V roku 2025 sa kľúčovým inovatívnym nástrojom stal mechanizmus ERA, ktorý využíva výnosy zo zmrazených ruských aktív, pričom sa v priebehu roka stal hlavným zdrojom rozpočtových prílevov. Len za prvý polrok 2026 získala Ukrajina prostredníctvom tohto nástroja 9,7 mld. USD. Rizikom pre rok 2027 zostáva skutočnosť, že zatiaľ čo potreby na rok 2026 a 2027 sú kryté najmä vďaka úveru od EÚ v objeme 90 mld. EUR, financovanie približne tretiny rozpočtového deficitu na rok 2027 zostáva nejasné.

Ukrajina od roku 2022 získala zahraničné financovanie vo výške 190 mld. USD

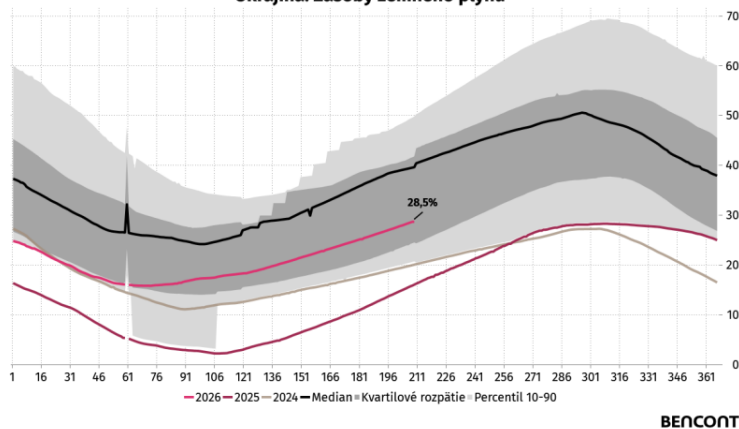


Zdroj: Ministerstvo financií Ukrajiny

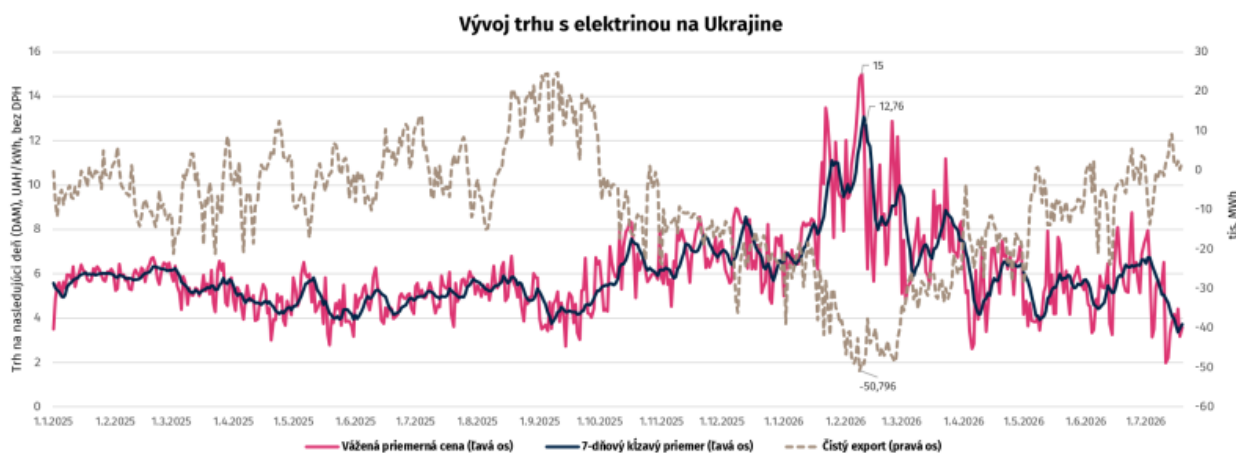
Čo sa týka dôsledkov vojny na infraštruktúre krajiny, k decembru 2025 bolo poškodených alebo zničených približne 14 % celkového bytového fondu krajiny, čo priamo zasiahlo viac ako tri mil. domácností. Celkové ekonomické straty v sektore bývania sa na začiatku roka 2026 odhadovali na 26,8 mld. USD. Mestá ako Charkov, Mariupol a Černihiv vykazujú najvyššiu mieru deštrukcie, pričom v Charkovskej a Doneckej oblasti bolo zničených 60 – 70 % komunálnej infraštruktúry.

Rusko útočí predovšetkým raketami a dronmi na plynárenskú infraštruktúru. Práve v roku 2025 nastal kritický zlom, keď masívne útoky viedli k dočasnému prepadu produkcie plynu až o 40 %. V dôsledku masívnej migrácie a útlmu priemyslu klesla domáca spotreba plynu o 24 % (približne o 7 mld. m³). Straty príjmov z produkcie plynu sa však odhadujú na 17,2 mld. USD a straty v distribúcii plynu predstavujú ďalších 7,7 mld. USD. Napriek ruským útokom dokázala Ukrajina v tomto roku naplniť zásobníky plynu na úroveň 28,5 %, čo je výrazne viac než v predchádzajúcich dvoch rokoch, pričom za 1Q 2026 predstavoval čistý prílev 2,11 mld. m³ – (veľká časť ide z Poľska 46,8 % a Maďarska 35,3 %).

Ukrajina: Zásoby zemného plynu



Rusko v poslednom období zintenzívnilo útoky aj na elektrickú infraštruktúru, v dôsledku čoho produkcia elektriny v období od januára do mája 2026 klesla v porovnaní s predchádzajúcim rokom takmer o 25 %. Krajina preto reagovala výrazným dovozom elektrickej energie zo zahraničia, pričom čistý export dosiahol –50 tis. MWh denne. Na túto situáciu reagovala aj cena elektrickej energie, ktorá v januári výrazne vzrástla na 12,8 UAH/kWh, zatiaľ čo ešte v decembri sa pohybovala v rozmedzí 6 – 8 UAH/kWh. Podniky aj domácnosti tak čelili núteným odstávkam elektriny v trvaní 8 až 14 hodín denne. Na vzniknutú situáciu reagovali zvýšeným dovozom záložných energetických riešení, pričom dovoz batériových systémov sa medzi rokmi 2022 a 2025 zvýšil šesťnásobne a dovoz elektrických generátorov dvojnásobne. Spoločne dosiahli v roku 2025 hodnotu dovozu až 3,25 mld. USD. Podľa odhadov Inštitútu pre ekonomický výskum znížili samotné výpadky prúdu v januári 2026 mesačné HDP krajiny o 1,4 %. Firmy, ktoré sa snažili udržať prevádzku pomocou generátorov, čelili výraznému nárastu výrobných nákladov, čo podkopávalo ich konkurencieschopnosť.



Zdroje: Market Operator, entso-e

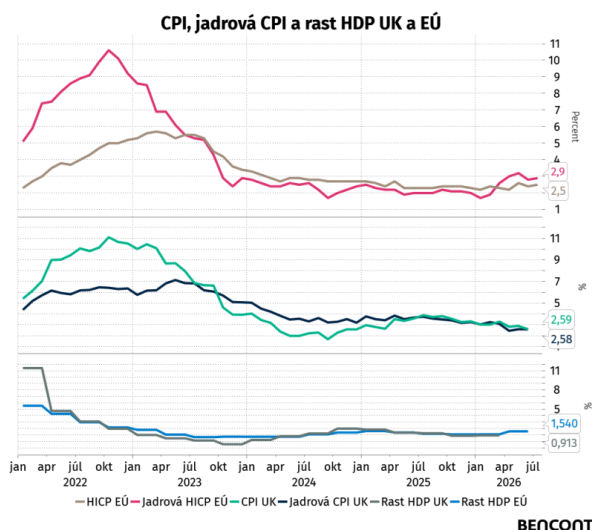
Odhady nákladov na obnovu a rekonštrukciu celkovej infraštruktúry sa vyšplhali na 524 – 588 mld. USD, čo predstavuje takmer 3,6-násobok celkového HDP Slovenska.

Ukrajina aktuálne prechádza najťažším obdobím od rozpadu Sovietskeho zväzu. Hoci dochádza k čiastočnej stabilizácii bankového sektora a predchádzaniu menovej panike, krajina je plne závislá od externej pomoci. Bez mesačných transferov vo výške približne 4 – 5 mld. USD by sa rezervy NBU rýchlo vyčerpali, čo by mohlo viesť k hyperinflačnej špirále. Vlastné daňové príjmy sú preto sústredené primárne na obranu, zatiaľ čo väčšina civilných výdavkov štátu je krytá

zahraničnou pomocou. Kým tradičné sektory ekonomiky stagnujú, vojnový priemysel je na vzostupe. Výroba dronov vzrástla z tisícok kusov v roku 2022 na plánované 4 mil. kusov v roku 2026. Tento sektor sa stáva novým technologickým pilierom, hoci zatiaľ tvorí len 1,8 % celkovej priemyselnej produkcie. – (ukrajinská dominancia v dronovej produkcii má už aj dopady na ruskú ekonomiku – [BWR28](#)). Neustály úbytok až 15 % populácie (6,3 mil. v zahraničí) a mobilizácia však vytvorili kritický nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily, čo spôsobuje krízu na trhu práce. Ukrajina vďaka zahraničnej pomoci a partnerom dokáže úspešne pokračovať v boji s agresorom avšak, jej ekonomická stabilita však zostáva od tejto podpory závislá. (mmm)

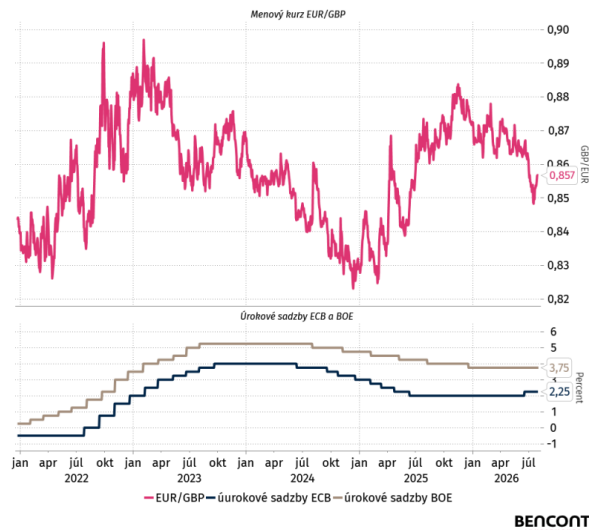
Makro-porovnanie Spojené kráľovstvo a Európska únia

Veľká Británia (UK) a Európska Únia (EÚ), si podľa aktuálneho makroekonomického porovnania vedú približne rovnako, k čomu prispieva aj vývoj inflácie. Index spotrebiteľských cien (CPI) v Británii klesol v júni 2026 na 12-mesačné minimum 2,6 %, najmä vďaka nižším nákladom na dopravu a energie, podobný trend pritom vidno aj v EÚ. Ekonomika UK sa po miernej recesii z konca roka 2023 v roku 2024 oživila a v období 2024 – 2025 rástla rýchlejšie než EÚ. Rast spôsobili hlavne silné reálne mzdy a robustný sektor služieb. Momentálne sa obe ekonomiky pohybujú na podobných úrovniach rastu, v rozmedzí 0,913 – 1,540 %.



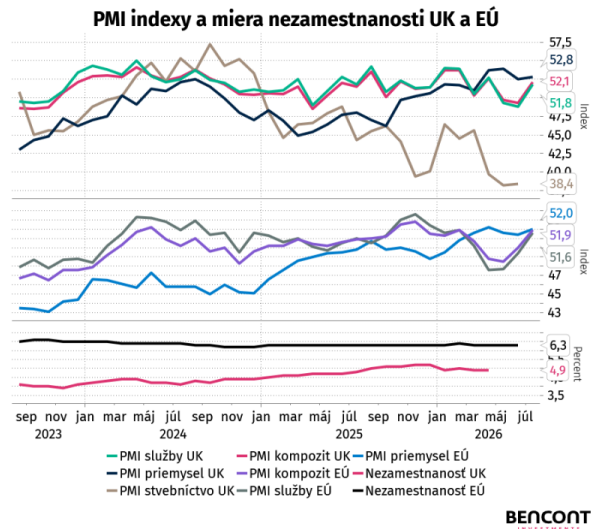
V tomto makroekonomickom prostredí si libra v rokoch 2023 až 2025 udržiavala relatívnu silu najmä vďaka vyšším sadzbám. Britská centrálna banka (BoE) aktuálne drží sadzby na úrovni 3,75 % oproti depozitnej sadzbe Európskej centrálnej banky (ECB) na úrovni 2,25 % a to napriek

približne rovnakej úrovni inflácie v oboch ekonomikách. Tento úrokový diferenciál podporoval dopyt po libře a pomohol posunúť kurz EUR/GBP až k pásnu okolo 0,822. Rast libry sa zastavil v polovici roka 2024, po parlamentných voľbách, v ktorých opozičná Labour Party ukončila 14-ročnú vládu Conservative Party. Trhy na túto zmenu reagovali negatívne, najmä pre plánované zvyšovanie daní a vládnych výdavkov.



Vývoj nezamestnanosti a indexov nákupných manažérov (PMI), ktoré slúžia ako doplnkový ukazovateľ k CPI a HDP naznačujú, ako sa nastavenie sadzieb BoE a ECB premieťa do reálnej ekonomiky v nasledujúcich mesiacoch. Vyššie sadzby totiž zvyšujú náklady na financovanie pre firmy aj domácnosti, čo tlmí investície a spotrebu a napokon sa prejaví na raste nezamestnanosti a poklese podnikateľskej dôvery meranej cez PMI.

Britská nezamestnanosť vzrástla z 3,9 % na 4,9 %, k čomu prispeli vyššie dane pre zamestnávateľov a rast minimálnej mzdy. V EÚ naopak nezamestnanosť mierne klesá. Dôvodom je nedostatok pracovnej sily a snaha podnikov udržať si existujúcich zamestnancov. Podobný obraz ponúkajú aj PMI indexy. Sektor služieb sa v oboch ekonomikách aktuálne drží v pásme okolo 51,6 – 51,8 čo signalizuje rast. Výraznou výnimkou je britský stavebný PMI, ktorý od roku 2024 prudko klesol na aktuálnych 38,4, najmä kvôli drahým energiám, meškaním dodávok materiálu a geopolitickú neistotu, ktorá odkladá najmä bytovú výstavbu. Nakoľko však stavebný sektor predstavuje 6,2 % podielu na celkovom HDP UK, tak rast ostatných odvetví dokázal doposiaľ eliminovať tento prepád.



Ekonomický výhľad UK aj EÚ zostane aj naďalej podmienený geopolitickými rizikami a s tým spojenou reštriktívnou menovou politikou a slabším investičným apetítom. Kľúčovým rizikom je energetická volatilita, kde sa Brent momentálne nachádza na 87,2 USD/barel a európsky plyn na 58,1 EUR/MWh. Zatiaľ čo EÚ vďaka prepojeniu sietí a diverzifikácii vykazuje vyššiu infraštruktúrnú odolnosť, britské domácnosti reagujú na globálne výkyvy cien plynu citlivejšie kvôli systému cenových stropov, hoci UK túto zraniteľnosť rýchlo znižuje masívnym rozvojom zelenej energie.

Z pohľadu menovej politiky BoE ponechala sadzbu na 3,75 % (na zasadnutí 30. 7. bola len 2,8 % pravdepodobnosť zvýšenia o 25 b. b.), pričom priestor na uvoľňovanie otvorí až prípadné ukončenie konfliktu na Blízkom východe. Investičný priestor v UK vyzerá priaznivejšie než v EÚ. ECB bude v eurozóne balansovať tlmenie druhotných inflačných efektov. Trh navyše s 87 % pravdepodobnosťou očakáva, že banka 10. 9. 2026 zvýši sadzby o 25 základných bodov. Fiškálny priestor v EÚ taktiež zužuje rastúci deficit verejných financií (- 3,1 % HDP v Q1 2026 oproti - 2,9 % v Q1 2025). Spôsobený bol najmä vyššími výdavkami na obranu pri miernejšom raste HDP, kde naopak UK vykazuje za toto obdobie mierny pokles.

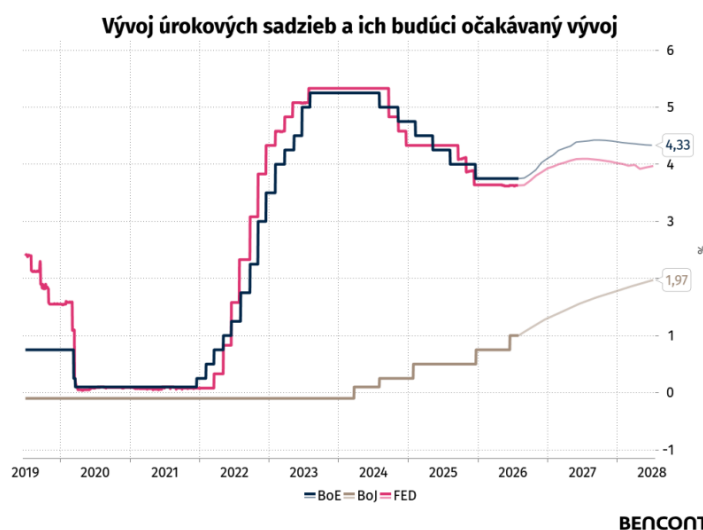
Súkromný sektor zostáva opatrný a momentálne nahráva skôr Európskej únii. UK dlhodobo investuje menej než EÚ (18,9 % HDP vs. 21,1 – 21,2 % HDP) a tempo firemných investícií tam ďalej mierne spomaľuje. Rozdiel potvrdzujú aj náklady financovania. Podľa IBoxx (k 31. 3. 2026) je výnos GBP korporátnych dlhopisov 6,03 % (finančný sektor 5,86 % z 376 emisií, nefinančný sektor 6,13 % z 460 emisií) oproti 3,93 % pri EUR dlhopisoch (nefinančný sektor 3,92 % z 2 517 emisií), pričom priemerná sadzba financovania podnikov je v EÚ 3,57 % oproti 5,52 % v UK, kde však záleží od veľkosti úveru a bonity žiadateľa.

Ekonomický výhľad UK aj EÚ tlmia geopolitické riziká, drahšie financovanie a energetická

volatilita, pričom EÚ momentálne ponúka priaznivejšie podmienky pre súkromné investície a stabilnejšie náklady na dlh, no môže byť ovplyvnená reštriktívnou menovou politikou, ktorá by mohla túto miernu výhodu eliminovať. (lg)

Rozhodnutie centrálnych bánk na ponechaní úrokových sadzieb

V 31. týždni roka 2026 sme mohli byť svedkami rozhodnutí centrálnych bánk o nastavení monetárnej politiky. Pri sledovaní hlavných centrálnych bánk USA, Spojeného kráľovstva a Japonska možno badať určitú opatrnosť, keďže menové autority týchto krajín ponechali hlavné úrokové sadzby nezmenené. V prípade USA sa sadzby stále držia v pásme 3,5 – 3,75 %, v Spojenom kráľovstve zostali na úrovni 3,75 % a v Japonsku na úrovni 1 %.



FED

Celkové hlasovanie prebiehalo v pomere 9:3, čo znamená, že traja členovia boli za zvýšenie sadzieb o 25 bázických bodov a zvyšných deväť zastávalo neutrálny postoj sadzby nemeniť. Jedným z dôvodov, prečo Fed nezvýšil sadzby, bolo premietnutie týchto očakávaní do dlhopisového trhu, ktorý financovanie automaticky predražil. Hoci guvernér Kevin Warsh neskôr naznačil prísnejší postoj centrálnej banky, jeho hlavnými argumentmi boli relatívne silná ekonomická aktivita a silný trh práce, ktoré boli kompenzované stále nedosiahnutým inflačným cieľom na úrovni 2 %. V rámci ekonomickej aktivity rástlo HDP v druhom štvrtroku tempom 1,5

%, čo bolo síce pod očakávaniami nastavenými na 2,1 %. V prípade trhu práce sme však mohli v júni zaznamenať pokles celkovej miery nezamestnanosti zo 4,3 % na 4,2 %, hoci celkový prírastok pracovných miest bol nižší. Preferovaný inflačný ukazovateľ Fed-u, PCE, bol v júni na úrovni 3,7 % a jeho jadrová zložka na úrovni 3,3 %. Jadrová zložka zaznamenala mierne navýšenie, zatiaľ čo celková inflácia naopak zaznamenala mierny pokles o 0,1 % medzimesačne. Opatrnosť Fed-u spočíva najmä v interpretácii ponukových šokov, ktoré sú dôsledkom vojny na Blízkom východe. Hoci guvernér vyjadril jasný postoj k netolerovaniu inflácie nad cieľovým pásmom, jeho prístup bol na tomto zasadnutí skôr neutrálny a jasne sa opieral o dlhopisový trh. Ten však jeho vyjadrenia prijal s nervozitou a výnosy 10-ročných dlhopisov následne vzrástli zo 4,625 % na 4,7 %. Na druhej strane novozvolený guvernér určil jasné smerovanie centrálnej banky, ktorá prestáva poskytovať takzvanú „forward guidance“, čím núti trhy reagovať selektívne na ekonomické ukazovatele a nie na verbálne smerovanie centrálnej banky.

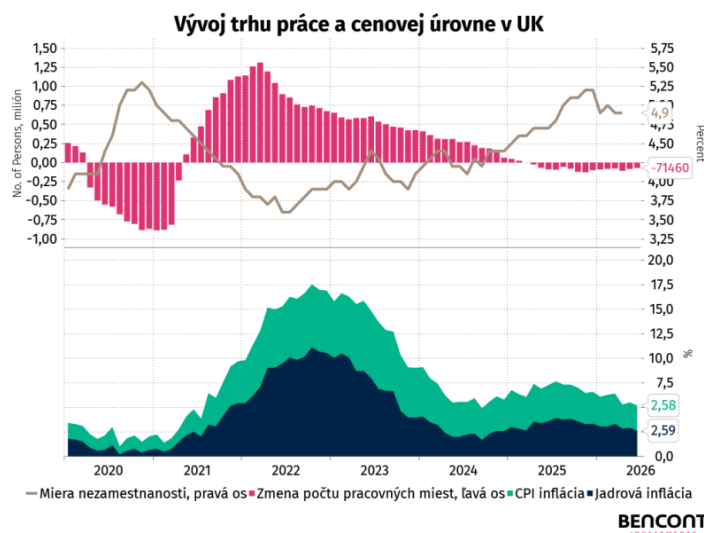


BENCONT
INVESTMENTS

BoE

Júlové zasadnutie BoE prinieslo pomer hlasovania 6:3. Opäť išlo o skupinu troch bankárov, ktorí boli za zvýšenie základnej sadzby o 25 bázických bodov, a šiestich s neutrálnym postojom. Guvernér BoE vyjadril opatrný postoj s prísnejšími rizikami centrálnej banky, ktorá však sadzby zatiaľ nezmenila práve kvôli uvoľňujúcemu sa trhu práce, postupnému znižovaniu dlhodobých inflačných tlakov, nižšiemu rastu reálnych miezd a prísnejším finančným podmienkam. Nezamestnanosť síce v júni zaznamenala pokles z 5 % na 4,9 %, no celkovo ide o stúpajúci trend od dna v roku 2022, kedy bola na úrovni 3,6 %. Voľné pracovné miesta navyše poklesli o ďalších 7-tisíc pozícií a celkovo je v Spojenom kráľovstve voľných 712-tisíc pracovných miest. Inflácia

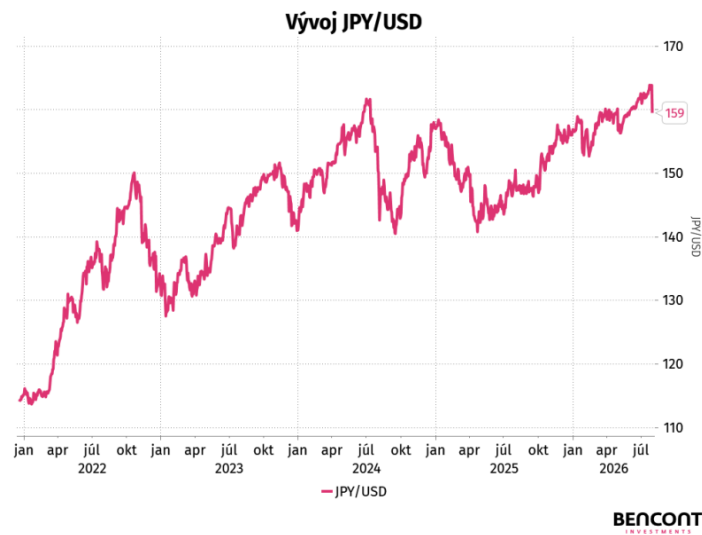
síce zaznamenala mierne zvýšenie na 2,6 % a jej jadrová zložka bola rovnako 2,6 %, avšak v širšom kontexte ide stále o relatívne rozumnú infláciu, ktorá pokračuje v dlhodobom poklese z maxím v roku 2022, kedy sa nachádzala na úrovni 11,1 %. Čo sa týka financovania, výnosy 10-ročných dlhopisov Spojeného kráľovstva vzrástli od začiatku vojny zo svojich miním na úrovni 4,234 % na dnešných 5,006 %. Hoci sú globálne ceny komodít stále na vyšších úrovniach, BoE zaujala neutrálny postoj a guvernér tvrdí, že ich úlohou je zabrániť tomu, aby sa globálne ceny energií pretavili do domácej ekonomiky.



BoJ

Japonská centrálna banka (BoJ) sa rozhodla ponechať hlavné úrokové sadzby nezmenené, a to pri pomere hlasovania 8:1. Opäť išlo o jedného člena, ktorý hlasoval za zvýšenie o 25 základných bodov, zatiaľ čo zvyšných osem vyjadrilo neutrálny postoj. Dôvodom na zachovanie úrokových sadzieb na nezmenenej úrovni bolo júnové zasadnutie, na ktorom BoJ zvýšila úrokovú sadzbu o 25 základných bodov a finančné podmienky v krajine označila za stále akomodačné. BoJ navyše očakáva, že proces rastu úrokových sadzieb v budúcnosti je vysoko pravdepodobný. Kvôli rastúcim cenám energií sa však chce vyhnúť prudkému zvyšovaniu sadzieb, aby udržala stabilitu ekonomiky a finančných trhov. Na druhej strane banka predpokladá, že jadrová inflácia v tomto roku prekročí úroveň 2 %. Dôvodom sú rastúce mzdy, vyššie ceny energií, slabý jen a zdražovanie polovodičov i tovarov spojených s dopytom po AI. Súčasná inflácia bola v júni na úrovni 1,7 % a jej jadrová zložka na 1,6 %, čo je stále pod dlhodobým cieľom centrálnej banky. Pokiaľ ide o trh práce, japonská ekonomika sa v miere nezamestnanosti dlhodobo drží v pásme 2,5 %. V marci 2024 dosiahli úrokové sadzby v Japonsku

kladné hodnoty, na ktorých sa naposledy nachádzali v decembri 2015. Ide teda o dvojročný proces zvyšovania, ktorý zjavne nekončí. Výrazné oslabenie jenu za posledné dva roky o približne 39 % na súčasnú úroveň okolo 159 JPY za USD navyše naďalej predražuje japonský dovoz a zvyšuje inflačné tlaky.

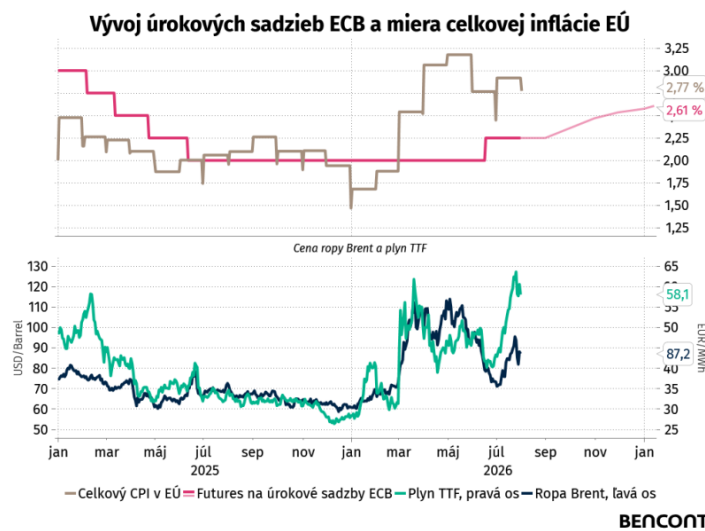


Záver

Hoci žiadna z centrálnych bánk nepristúpila k ďalšiemu zvyšovaniu úrokových sadzieb, v ich vyjadreniach vidno jasnú paralelu. Všetky menové autority si uvedomujú, že hoci júnová inflácia mohla dopadnúť výrazne lepšie, než trh predpokladal, neznamená to, že ich rozhodnutia budú ovplyvňované jediným mesiacom a že inflačné tlaky natrvalo pominuli. Zaujímavé je sledovať najmä postoj nového guvernéra Fed-u, ktorý mení fungovanie centrálnej banky a jej prístup k monetárnej politike. Celé dekády sme boli zvyknutí na „forward guidance“, ktorá formovala interpretáciu stanovísk centrálnej banky, vďaka čomu investori mohli vopred započítať predpoklady ďalšieho ekonomického vývoja. Dnes sa od tohto prístupu upúšťa a zdá sa, že prostredie sa z pohľadu individuálnych investorov mení na trh striktne orientovaný na prichádzajúce makroekonomické dáta. Všetky spomínané centrálné banky navyše zaujali opatrný, mierne prísnejší postoj, čo znamená, že sú otvorené ďalšiemu zvyšovaniu sadzieb v prípade, ak si to situácia vyžiada a cenová hladina zostane naďalej nad ich dlhodobým cieľom. Dôležité bude takisto sledovať vývoj trhu práce. V kombinácii so zvýšenými ponukovými šokmi, ktoré dnes sledujeme, a so zhoršujúcim sa trhom práce by sa totiž situácia mohla vyvíjať nepriaznivo pre centrálnu banku, ktorá by sa tak ocitla v zajatí negatívneho ponukového šoku. (mš)

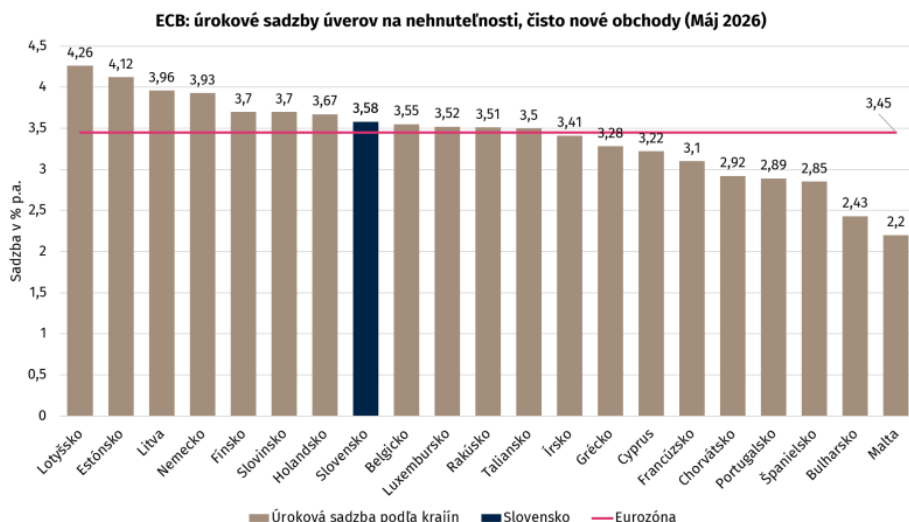
Úverovanie nehnuteľností v kontexte sprísnenia menovej politiky ECB

Eskalácia konfliktu na Blízkom východe od začiatku roka 2026 vyvolala najprudší nárast cien energií od ruskej invázie na Ukrajinu v roku 2022. Po faktickom uzavretí Hormuzského prielivu, ktorým prechádza približne 20 % svetového námorného exportu ropy, vyskočila ropa Brent z necelých 68 USD/barel na hodnoty nad 110 USD/barel. Plyn TTF taktiež presiahol dlhoročné maximá. Tento nákladový šok spolu s geopolitickou neistotou urýchlil rast spotrebiteľských cien a zvýšil inflačné očakávania, v dôsledku čoho harmonizovaná inflácia v eurozóne v máji prekročila hranicu 3 %. ECB preto po takmer troch rokoch v júni 2026 prvýkrát zvýšila úrokové sadzby, keď depozitnú sadzbu zdvihla o 25 bázičných bodov z 2 % na 2,25 %. Tento vývoj sa následne premietol aj do rastu výnosov štátnych dlhopisov.

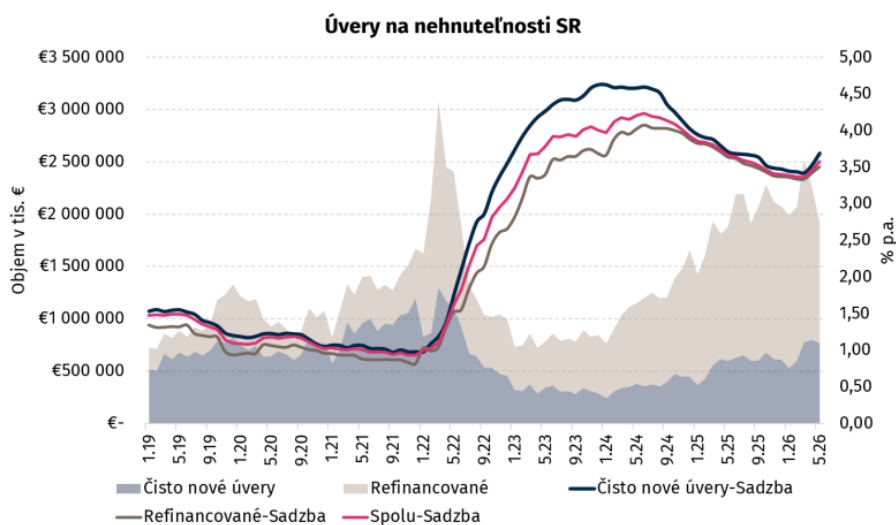


Tento vývoj sadzieb naprieč eurozónou tak priamo odráža ako rozdielne štruktúry jednotlivých hypotekárnych trhov reagujú na rovnaký impulz zo strany ECB. Najväčší nárast sadzby za sledované obdobie od januára 2026 (obdobie pred konfliktom) do mája 2026 zaznamenalo Fínsko (+0,92 p.b., na 3,70 %), čo úzko súvisí so štruktúrou tamojšieho trhu. Až 95 % fínskych hypoték má variabilnú sadzbu viazanú na krátky 12-mesačný Euribor (priemerná sadzba, za ktorú si banky vzájomne požičiavajú peniaze), kde sa navýšenie základnej sadzby prejaví na cene nových úverov takmer okamžite v porovnaní s trhami s prevahou dlhodobých fixácií. Naopak najmenší, dokonca klesajúci posun sledovalo Francúzsko (-0,40 p.b., na 3,10 %). Francúzske banky cenia hypotéky skôr podľa 10-ročného výnosu francúzskych štátnych dlhopisov (OAT), ktoré sa v apríli a máji 2026 pohybovali okolo 3,55 – 3,65 %, čo sadzby udržiavalo na zvýšenej úrovni. Banky však aj napriek tomu znížili marže pod tlakom slabnúceho

dopytu po nehnuteľnostiach a vzájomnej konkurencie o objem nových obchodov. Slovensko so zmenou + 0,20 p.b. na 3,58 % zostáva medzi trhmi s miernejšou reakciou na sprísnenie ECB, zatiaľ čo priemer eurozóny je na 3,45 %.



Keď sa však bližšie pozrieme na samotný slovenský hypotekárny trh, tak sa nám z posledných dát potvrdzuje vzorec predzásobenia pred rastom sadzieb. Začiatkom roka 2022 sa inflácia po pandémii výrazne zvýšila kvôli vysokému dopytu zo strany domácností a taktiež kvôli zvýšeným cenám energií zapríčineným vojnou na Ukrajine. Úrokové sadzby v tomto období zvykli rásť výrazným tempom (niekedy až o 75 b. b. medzi jedným zasadnutím), čo spôsobilo vysoké predzásobenie novými a hlavne refinancovanými úvermi. Začiatkom roka 2026 evidujeme podobný scenár, kde sa trh snažil predbehnúť stav a získať výhodnejšie úvery pred prípadným zvyšovaním základnej sadzby, kvôli konfliktu na Blízkom východe.



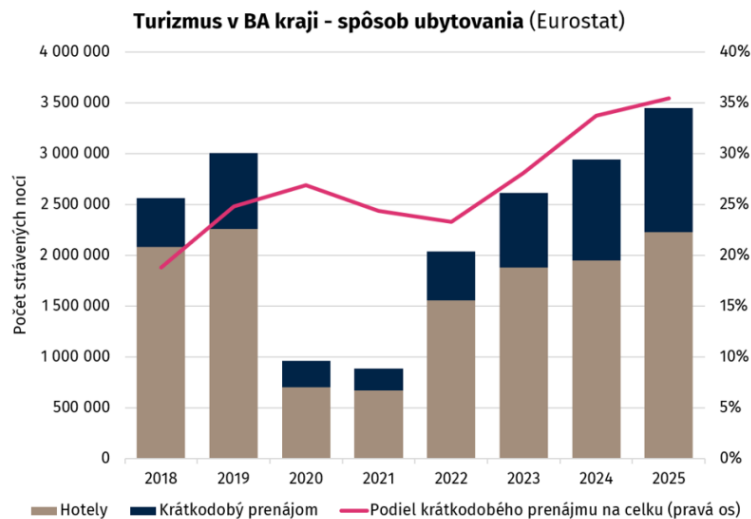
Ďalší vývoj sadzieb bude do veľkej miery závisieť od tempa normalizácie ropných dodávok z Hormuzského prielivu. Dňa 23. 7. prešlo prielivom iba 10 ropných tankerov – v predvojnovom stave ich prielivom prechádzalo denne približne od 60 do 120. Podľa predikčných trhov, ako je Polymarket alebo Kalshi, existuje iba 7 % šanca otvorenia prielivu do konca Augusta. Všeobecne sa teda uvoľnenie neočakáva. Tento stav odstavenej produkcie bude aj naďalej vyvolávať inflačné tlaky, čo pravdepodobne donúti ECB k ďalším reštrikciám menovej politiky.

Rozhodujúcim testom pre slovenské domácnosti bude však vlna refixácií. V priebehu roka 2026 končí fixácia približne 95 000 hypotékam, ktorých držitelia sa po rokoch nízkych sadzieb budú musieť vyrovnáť s vyššou splátkou. Dopyt po úveroch bude zároveň tlmiť aj vysoké daňovo-odvodové zaťaženie práce (7. najvyššie spomedzi 38 krajín OECD) a slabý rast ekonomiky (odhad HDP na rok 2026 len 0,8 %), ktoré pri deficite verejných financií 4,4 % HDP (o 1,4 p. b. viac ako maximálny odporúčaný deficit podľa Maastrichtských kritérií) obmedzujú aj priestor štátu na rozšírenie podpory domácnostiam zasiahnutým rastom splátok. (lg)

Európsky boom krátkodobých prenájmov dorazil aj na Slovensko

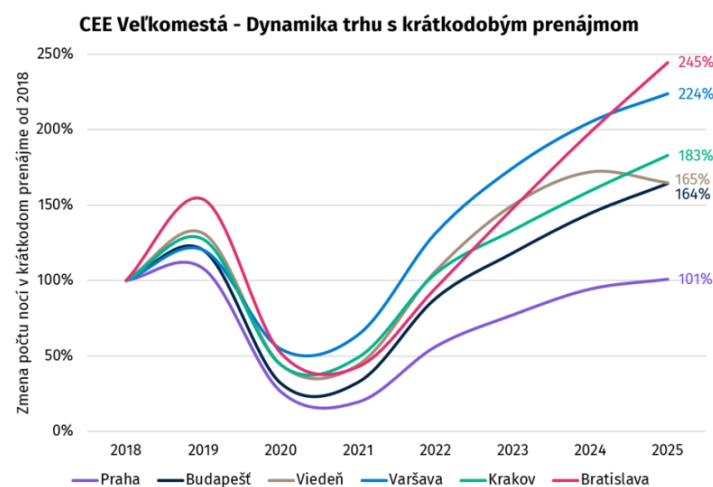
Platformový turizmus sa za posledné desaťročie zmenil z pôvodnej formy zdieľanej ekonomiky na významné odvetvie ovplyvňujúce mestá v celej Európe vrátane Slovenska. Ide o krátkodobé ubytovanie v bytoch alebo domoch sprostredkované cez platformy ako Airbnb, Booking.com či Expedia Group. Kým pôvodne išlo najmä o príležitostný prenájom súkromných kapacít, dnes trhu čoraz viac dominujú profesionálni prevádzkovatelia spravujúci celé portfóliá nehnuteľností.

Vývoj počtu prenocovaní v Európe od roku 2018 do roku 2025 vykazuje dynamický rast, ktorý bol prerušený len globálnou pandémiou. Zatiaľ čo v roku 2018 sa s podrobným zberom dát začínalo, rok 2025 už predstavuje rekordné čísla, keď online platformy sprostredkovali takmer jednu miliardu nocí v turistickom ubytovaní, čo je nárast o viac ako 11 percent oproti roku 2024. Zaujímavým ukazovateľom je porovnanie s tradičným hotelovým sektorom. Hoci aj hotely zaznamenávajú nárast, platformový turizmus rastie v mnohých krajinách, ako sú Švédsko, Nórsko či Malta, oveľa rýchlejším tempom.



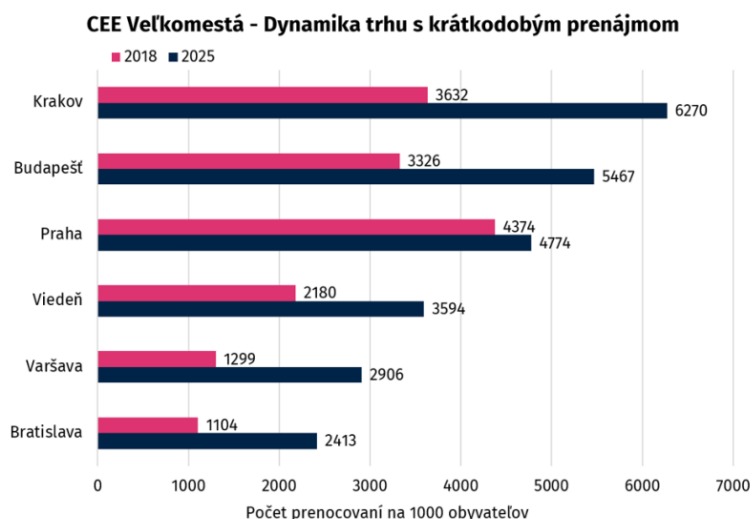
Na Slovensku je tento rozdiel ešte markantnejší. Kým v roku 2018 v Bratislavskom kraji strávili turisti v bytoch cez platformy približne 483-tisíc nocí, v roku 2025 vzrástol počet nocí platformového turizmu až na 1,23 milióna. Hotelový sektor pritom v roku 2025 ešte stále tesne zaostáva v počte nocí oproti roku 2019 s úrovňou 2,26 milióna. Celkovo sledujeme trend preferencie prenájmu domov, bytov, apartmánov a izieb pred hotelmi, čím rastie aj podiel platformového turizmu v Bratislavskom kraji z necelých 19 % v roku 2018 na 35,5 % v roku 2025.

Charakter trhu s krátkodobým prenájomom v Bratislave vykazuje špecifické črty, ktoré ju radia k mestám s vysokou mierou profesionalizácie. Odhaduje sa, že až 70 % bratislavského trhu ovládajú profesionálni hostitelia, ktorí ponúkajú viac ako jednu nehnuteľnosť. Na vrchole rebríčka stojí úzka skupina 34 takzvaných megahostiteľov, z ktorých každý spravuje desať a viac bytov, pričom spoločne kontrolujú až tretinu celého trhu v hlavnom meste. Títo aktéri sa často maskujú za súkromné profily s krstnými menami a osobnými fotografiami, aby vyvolali dojem autentického zdieľania, hoci v skutočnosti ide o zabehnuté firmy alebo správcovské spoločnosti.



V porovnaní s inými hlavnými mestami strednej a východnej Európy (CEE) rastie platformový turizmus v Bratislave najdynamickejšie, pričom absolútny počet prenocovaní sa oproti roku 2018 zvýšil o 145 %. Napríklad v Prahe sa platformový turizmus dostal na predpandemickú úroveň až v roku 2025, zatiaľ čo počet prenocovaní v hoteloch tam už prekonáva rekordné hodnoty z roku 2019. Viedeň zasa pristúpila k prísnej regulácii, keď od júla 2024 vyžaduje pri krátkodobých prenájmoch presahujúcich 90 dní ročne špeciálne povolenie, čo sa už prejavilo miernym poklesom hodnôt v roku 2025. Bratislava, naopak, priznáva nedostatok legislatívnych nástrojov a relevantných vlastných údajov potrebných na zavedenie dôslednejšej regulácie, hoci rastúci trend je nespochybniteľný.

Po prepočte počtu prenocovaní na 1 000 obyvateľov patria hlavné mestá krajín susediacich so Slovenskom medzi desať hlavných miest s najrozvinutejším platformovým turizmom. Bratislava sa do tohto rebríčka nedostala, no vzhľadom na dynamický rozvoj tohto segmentu má šancu dobehnúť desiaty Luxemburg, ktorý sa nachádza tesne za deviatou Varšavou. Turizmus v strednej Európe má perspektívu rásť aj v budúcich rokoch, najmä v dôsledku klimatických zmien a imigračnej politiky západnej Európy, vďaka ktorým sa región môže stať atraktívnejším pre celoročné aktivity a návštevníkov vyhľadávajúcich autentickejšiu európsku kultúru.



Pozitíva rozmachu ubytovacích platforiem zahŕňajú predovšetkým ekonomické prínosy pre vlastníkov nehnuteľností a samosprávy. Pre majiteľov bytov predstavuje krátkodobý prenájom možnosť dosiahnuť až o 30 percent vyššie výnosy v porovnaní s dlhodobým nájmom. Firmy argumentujú aj lepšou technologickou kontrolou nad hosťami a nižším opotrebovaním bytov vďaka pravidelnému profesionálnemu upratovaniu. Pre mestá, ako je Bratislava, prináša tento trend nezanedbateľné príjmy z dane za ubytovanie, ktoré v roku 2025 dosiahli takmer 1,3 milióna eur, pričom tieto prostriedky sú platformami odvádzané automaticky na základe zmlúv. Hostia zasa oceňujú autentickejší lokálny zážitok a možnosť bývať v rezidenčných štvrtiach

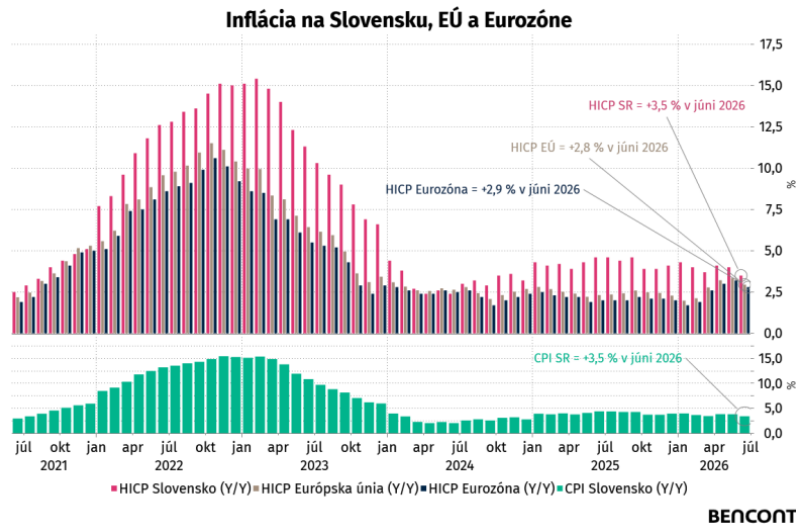
mimo hotelových bublín.

Na druhej strane, negatíva sú čoraz citeľnejšie a vyvolávajú spoločenské napätie. Jedným z najzávažnejších dopadov je tlak na trh s bývaním. Investori súťažia o rovnaké byty ako bežné domácnosti, čo znižuje ponuku pre dlhodobé bývanie a tlačí ceny nehnuteľností nahor. Štúdie potvrdzujú, že prítomnosť platforiem zvyšuje predajné ceny bytov aj nájomné, pričom v oblastiach s vysokou aktivitou Airbnb môžu ceny narásť až o desiatky percent. Ďalším problémom je narušanie kvality života rezidentov. Pôvodní obyvatelia sa sťažujú na stratu súkromia, hluk v nočných hodinách, pohyb cudzích osôb v bytových domoch a nerešpektovanie domového poriadku turistami. Okrem toho dochádza k takzvanej turistifikácii štvrtí, kde prevádzky pre miestnych, ako mäsiarstvá či čistiarne, vytlačujú bary a obchody so suvenírmí, čím sa likviduje koncept funkčného mesta krátkych vzdialeností.

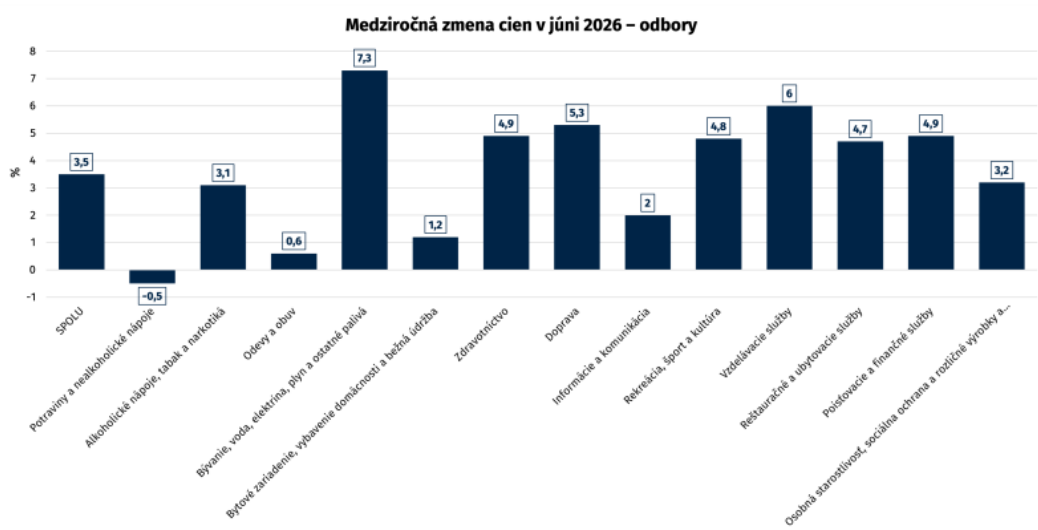
Záverom možno konštatovať, že platformový turizmus v Európe aj na Slovensku definitívne opustil rámec komunitného zdieľania a stal sa dominantným investičným nástrojom. Rastúci počet prenocovaní svedčí o vysokej popularite u turistov, no zároveň kladie pred mestá nové výzvy v oblasti regulácie a ochrany dostupnosti bývania. Slovensko sa v tomto smere nachádza na prahu zmien, ktoré prinesie nová legislatíva a povinný register hostiteľov od roku 2027. Hoci tieto opatrenia zvýšia transparentnosť a efektivitu výberu daní, otázka priameho obmedzovania počtu turistických bytov po vzore Barcelony alebo Amsterdamu zostáva nateraz otvorená a závislá od budúcich politických rozhodnutí na národnej úrovni. (fw)

Inflácia v júni 2026: Potraviny zlacneli, obedy však naďalej zdražujú

Inflácia patrí medzi najvýraznejšie ekonomické javy, pretože priamo ovplyvňuje životné náklady domácností, kúpnu silu príjmov aj náklady firiem. V júni sa síce inflácia na Slovensku sa zmiernila, cenové tlaky nezmizli. Spotrebiteľské ceny merané indexom CPI medziročne vzrástli o 3,5 %, čo bolo spolu s marcom najnižšie tempo v roku 2026. Zároveň po prvýkrát v roku 2026 medzimesačne klesli (-0,1 %). HICP sa pohybovala na úrovni 3,5 %, teda nad priemerom eurozóny 2,8 %. V súhrne za prvý polrok 2026 dosiahla inflácia na Slovensku medziročne 3,9 %.

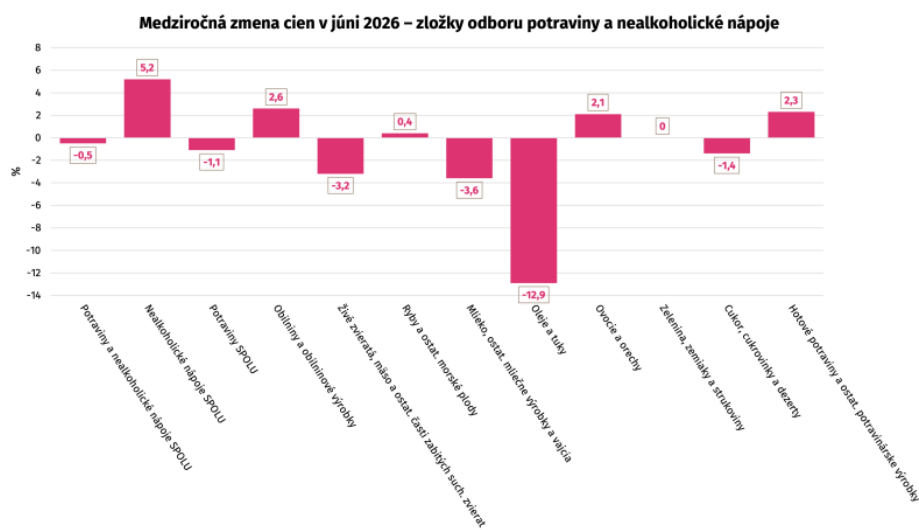
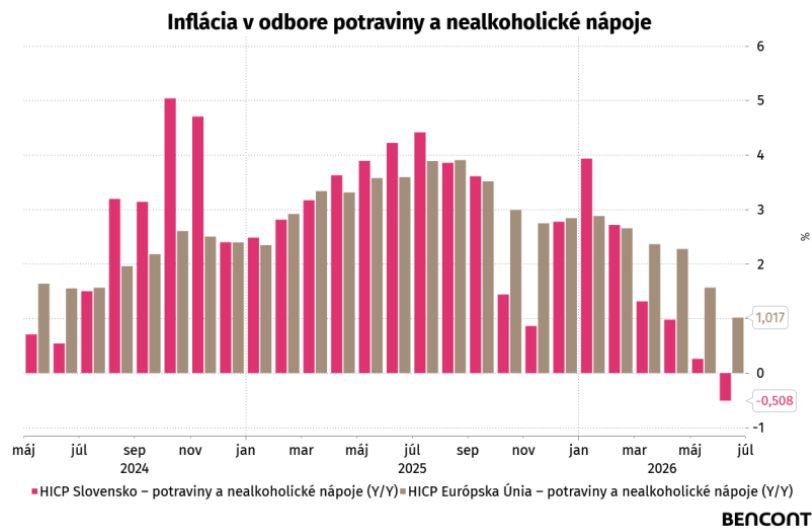


V porovnaní s júnom 2025 boli ceny vyššie v 12 z 13 odborov (výdavkových skupín domácností). Rast sa pohyboval od 0,6 % pri odevoch a obuvi po 7,3 % pri bývaní a energiách.



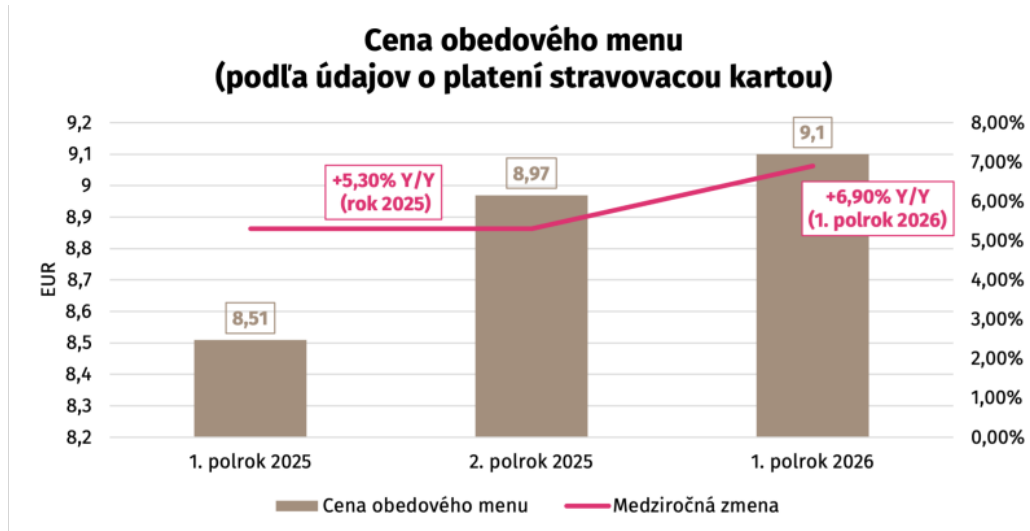
Jedinou výdavkovou skupinou s medziročným poklesom boli potraviny a nealkoholické nápoje, ktoré medzimesačne zlacneli o 0,7 % a medziročne o 0,5 %. Išlo o prvý medziročný pokles v tejto kategórii po piatich rokoch. Samotné potraviny boli lacnejšie o 1,1 % – najmä oleje a tuky (-12,9 %), mliečne výrobky a vajcia (-3,6 %) a mäso (-3,2 %). K poklesu prispeli aj nižšie ceny poľnohospodárskych komodít a vstupov – ceny poľnohospodárskej produkcie v EÚ sa v 1. štvrtroku 2026 medziročne znížili o 2,9 % a ceny vstupov o 0,4 %. Medziročný pokles bol zároveň

ovplyvnený aj bázickým efektom – v porovnávanom období (jún 2025) potraviny a nealkoholické nápoje medziročne značne zdraželi (+4,2 %).



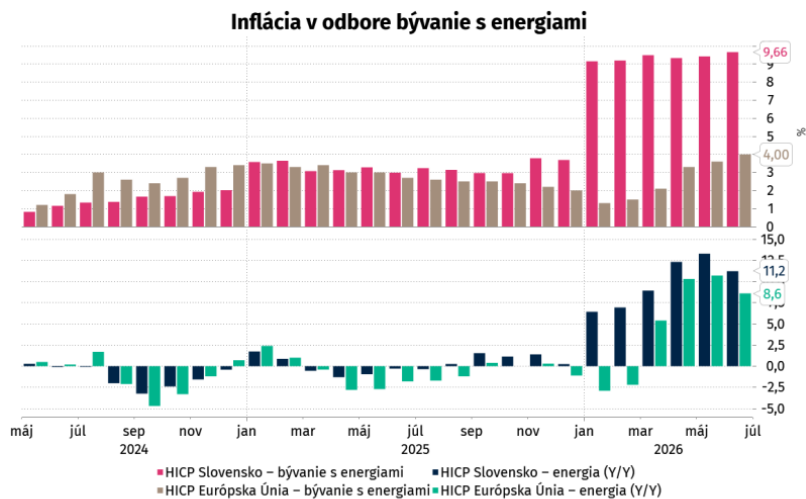
Pokles cien v maloobchode zatiaľ neznamenal porovnateľné zlacnenie stravovania mimo domácností. Ceny stravovacích služieb totiž v júni medziročne vzrástli o 5,1 % a medzimesačne o 0,4 %. Tento vývoj je možné spozorovať aj na platbách stravovacími kartami – podľa Edenred TRC indexu, ktorý sleduje celú transakciu za jedlo, občerstvenie alebo kávu za použitia stravných lístkov, priemerná útrata za obed dosiahla v prvom polroku 2026 9,10 EUR. Takže zatiaľ čo potraviny a nealkoholické nápoje vzrástli za prvý polrok 2026 v priemere o 1,3 %, cena

obedového menu sa medziročne zvýšila o 6,9 %.



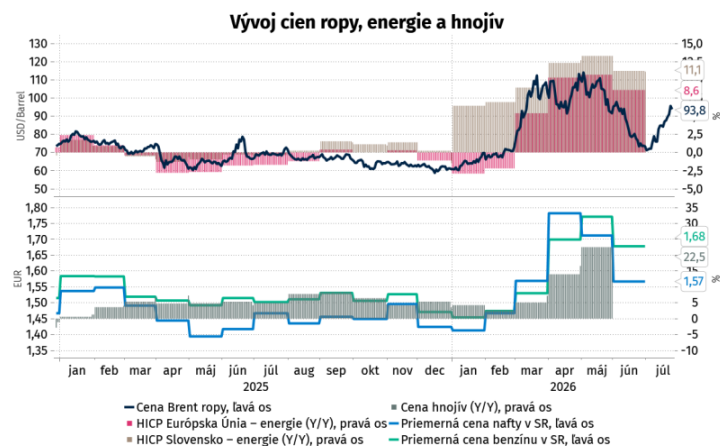
Rozdiel medzi cenami potravín v obchodoch a reštauráciách súvisí s tým, že cena obeda zahŕňa aj mzdy, energie, nájomné či dopravu. Reštaurácie preto zlacnenie surovín premietajú do cien pomalšie a časť úspor využívajú na obnovu marží. Drahšie obedy následne znižujú disponibilný príjem zamestnancov a zvyšujú ich doplatok nad príspevok zamestnávateľa.

Významnú úlohu pritom zohrávajú energie a bývanie, ktorých ceny medziročne vzrástli o 7,3 % – najmä po úpravách regulovaných cien elektriny, plynu a tepla zo začiatku roka. Keďže táto skupina tvorí 21,8 % spotrebného koša, výrazne zvyšuje celkovú infláciu – potvrdzuje to aj jadrová inflácia na úrovni 1,9 % po vylúčení regulovaných cien. Tlak pretrvával aj na veľkoobchodných trhoch – priemerná cena elektriny bola v júni medziročne vyššia o 46 % a ECB pre druhý štvrtrok 2026 počítala s cenou ropy 112 USD/barel, teda o 25 % vyššou než v marcovej prognóze. Vyššie ceny energií následne zdražujú výrobu, dopravu a prevádzku, čo sa premietá do cien tovarov, potravín aj služieb. Domácnostiam rastú účty a oslabuje sa kúpna sila, zatiaľ čo firmy čelia nižším maržiam alebo zvyšujú predajné ceny.



BENCONT
INVESTMENTS

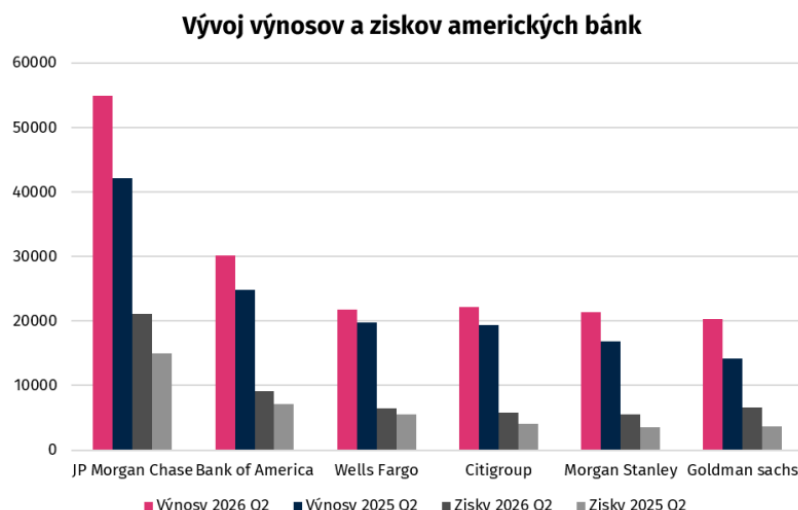
Rizikom pre ďalší vývoj zostávajú najmä ceny energií a rastúce náklady poľnohospodárskej výroby. Napätie okolo Hormuzského prielivu zvyšuje neistotu na trhu s ropou, pričom cena Brentu v júli krátko prekročila 100 USD/barel. Dlhšie obmedzenie dopravy cez prieliv by ešte výraznejšie zdražilo palivá (v 29. týždni v SR medziročne stúpila cena benzínu o 15 % a nafty o 13,9 %) aj energie, ktorých harmonizovaná inflácia dosiahla v júni na Slovensku 11,1 % a v EÚ 8,6 %. Rast cien sa však týka aj hnojív (medziročne +22,5 %). Keďže poľnohospodári zatiaľ využívajú zásoby nakúpené vlni, vyššie náklady sa môžu do cien úrody a potravín premietnuť až o šesť až dvanásť mesiacov. Drahšie hnojivá môžu obmedziť poľnohospodársku produkciu, pričom ich nedostatok by cez nižšiu dostupnosť oxidu uhličitého zvýšil náklady aj pri sytení nápojov, spracovaní mäsa a balení potravín. Súčasný zlacnenie potravín preto nemusí byť trvalé a v ďalších mesiacoch sa môže opäť zvýšiť tlak na ceny potravín, obedových menu aj celkovú infláciu. (vv)



BENCONT
INVESTMENTS

Štvrťročné výsledky bánk a interpretácia súčasných trhov

Výsledky amerického bankového sektora dopadli lepšie, než sa očakávalo, keď v polovici júla zverejnilo svoje hospodárenie šesť najväčších amerických bánk: JPMorgan Chase, Bank of America, Wells Fargo, Citigroup, Morgan Stanley a Goldman Sachs. Agregované zisky týchto spoločností medziročne vzrástli o 41 % na takmer 55 miliárd USD a ich celkové výnosy zaznamenali na medziročnej úrovni rast o 24 % na 170 miliárd USD. Tieto inštitúcie navyše vygenerovali návratnosť vlastného kapitálu (ROE) vo výške takmer 18 %, a to aj pri relatívne vysokých kapitálových požiadavkách, čo viedlo k prudkému rastu ich celkovej ziskovosti.



Rizikovejšie prostredie záruka lepších ziskov

Súčasný prostredie vytvára pre bankový sektor mimoriadne priaznivé podmienky. Sme svedkami vzostupu fúzií a akvizícií (M&A), prvotných verejných ponúk akcií (IPO), zvýšenej potreby financovania prostredníctvom dlhopisových trhov a rastu akciových trhov, cez ktoré sa zvyšuje aj priama expozícia maržového dlhu. Banky sú relatívne dobre kapitalizované s ukazovateľom na úrovni približne 13 %, avšak tento pomer dokážu postupne znižovať rozširovaním svojej súvahy. Morgan Stanley disponuje približne 300-bodovým vankúšom CET1 nad regulačnou požiadavkou. Goldman Sachs zasa signalizoval ochotu využiť približne 50 až 100

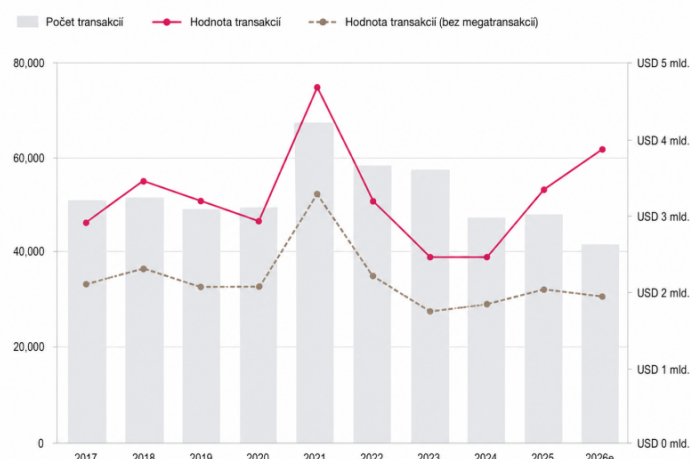
bázických bodov vlastného kapitálového pomeru na podporu klientskych aktivít, čo by pri stabilnom kapitále CET1 umožnilo zvýšiť objem jeho rizikovo vážených aktív. Pri súčasnom maržovom dlhu vo výške približne 1,5 bilióna USD to implikuje, že aktuálny pákový efekt v systéme nie je konečný a časom bude ďalej narastať. Maržový dlh vzrástol v júni medziročne o takmer 50 %, pričom pri určitom predpoklade o priemernej rizikovej váhe by voľná kapitálová kapacita Goldman Sachs a Morgan Stanley dokázala podporiť dodatočné hrubé aktíva či klientske expozície v objeme zhruba 200 miliárd USD. Táto expozícia však nemusí byť využitá priamo v maržovom dlhu. Na druhej strane sa manažment JPMorgan Chase vyjadril, že systém je veľmi bohatý na kapitál, no menej bohatý na likviditu. To môže z účtovného hľadiska poukazovať na silu amerických bánk absorbovať budúce straty, avšak ich voľná kapacita rezerv je nižšia ako voľná kapitálová kapacita. Tento stav neznamená, že banky trpia nedostatkom likvidity, ale že samotné financovanie už nemusí byť také jednoduché.



Vzostup M&A a IPO

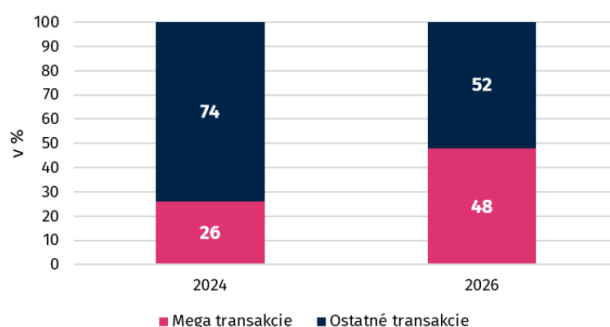
V roku 2026 sa očakáva, že agregovaný objem fúzií a akvizícií dosiahne hodnotu viac ako 4 bilióny USD, čo predstavuje medziročný rast o 13 %. Na druhej strane je tento rast úzko koncentrovaný do transakcií nad 5 miliárd USD. To znamená, že spoločnosti nefúzujú v rámci širšieho trhu, ale táto aktivita sa týka najmä úzkej skupiny kapitálovo silnejších firiem. Podiel týchto veľkých transakcií predstavuje na celkovom objeme až 48 %, zatiaľ čo v roku 2025 to bolo 39 % a v roku 2024 iba 26 %.

Objem a hodnota transakcií, 2017–2026e



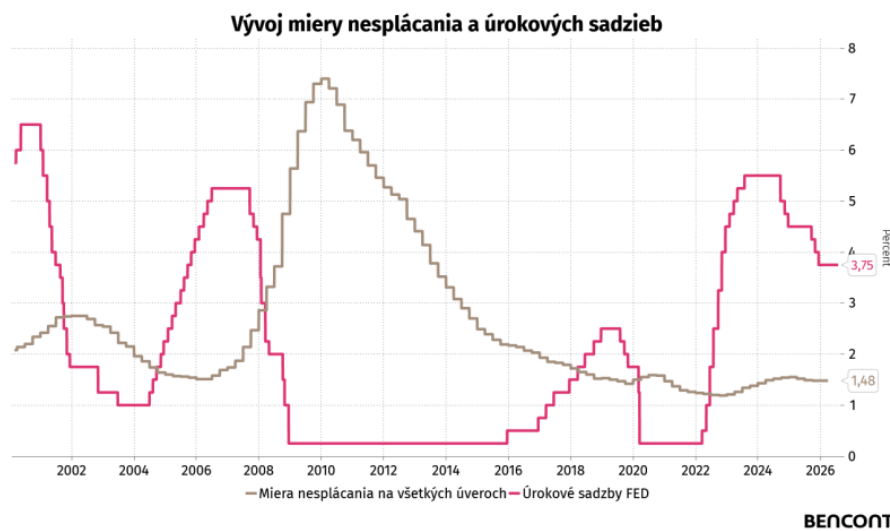
Rovnaký trend pozorujeme aj pri prvotných verejných ponukách. V počte firiem vstupujúcich na burzu síce nevidíme významný rast, avšak z hľadiska objemu vyzbieraného kapitálu ide o jeden z najsilnejších rokov. Pre porovnanie, v roku 2021 vstúpilo na burzu viac ako 1000 firiem, ktoré agregovane získali vyše 300 miliárd USD kapitálu. V roku 2026 sa odhaduje, že sa na americkom trhu vyzbiera viac ako 250 miliárd USD kapitálu, avšak pri počte približne 150 IPO, čo predstavuje viac ako 85-percentný pokles v počte zalistovaných firiem. Ďalším motorom rastu bankového sektora je zvyšujúca sa potreba financovania. V priebehu prvej polovice roka 2026 boli emitované korporátne dlhopisy s investičným stupňom IG v objeme viac ako 1,2 bilióna USD. Na tomto dlhu malo len päť emitentov podiel vyše 16,66 %, čo predstavuje investície smerujúce do infraštruktúry umelej inteligencie. Technologickí giganti plánujú v tomto roku vynaložiť na výstavbu AI infraštruktúry viac ako 700 miliárd USD a podľa odhadov investičných bánk majú tieto kapitálové výdavky v budúcom roku vzrásť o ďalšie stovky miliárd USD.

Zmena podielu fúzií



Geopolitické riziká

Jedným z najviac vnímaných rizík v bankovom sektore je rast úrokových sadzieb. Na druhej strane treba pripomenúť, že súčasná úroveň sadzieb nemusí nutne znamenať, že sú sadzby vysoko. Medzi riziká, s ktorými sa kalkuluje, patrí prudké precenenie dlhopisov smerom nadol alebo nahor. V prípade rastu sadzieb by na jednej strane vzrástli náklady na vklady a spomalili by sa úverové kanály, čo by však bolo krátkodobo kompenzované vyššou čistou úrokovou maržou. Na druhej strane, pri prudkom poklese sadzieb vyvolanom recesiou by situácia inklinovala k vyššej neschopnosti dlžníkov splácať úvery a k rastu nezamestnanosti. Opravné položky dosahovali v druhom štvrtroku agregovanú sumu 7,6 miliardy USD, pričom investičné banky tvorili 2,6 % z tejto celkovej sumy. V prípade nepriaznivého vývoja v bankovom sektore môžu mať práve tieto banky najmenší vankúš na tlmenie strát, ktorý nie je odvodený od tradičného úverového kanála, ale od trhového oceňovania aktív. Na druhej strane treba pripomenúť, že úverové straty sú relatívne stabilné a držia sa na úrovni 1,49 % v rámci všetkých úverov. Vojna na Blízkom východe preto môže zohrávať kľúčovú rolu pri ďalšom vývoji hospodárskych výsledkov bánk. Vyššie ceny energií môžu negatívne ovplyvniť ďalšie smerovanie úrokových sadzieb, čo môže predražiť úverový kanál. Júlová inflácia síce zaznamenala medzimesačný pokles o 0,4 %, avšak jej jadrová zložka zostáva stále nad cieľom centrálnej banky. Takisto pozorujeme opätovný rast cien ropy a môžeme predpokladať zvýšené ceny energií počas nasledujúcich rokov z dôvodu vyššieho dopytu po rope.



Záver

Hoci sa štvrťročné výsledky bánk zdajú byť na prvý pohľad veľmi silné, bankári upozorňujú, že tento vývoj netreba zohľadňovať analizovane, pretože je odvodený od cyklických vplyvov. Ak by došlo k významnému preceneniu akciových trhov, banky by to mohlo ovplyvniť veľmi negatívne, najmä tie, ktorých aktivity závisia predovšetkým od vývoja akciového trhu. V prípade bánk, ktorých činnosť súvisí s bežným úverovaním, zatiaľ nepozorujeme žiadne negatívne udalosti. Banky skôr tvorili rezervy na spotrebiteľské úvery a úvery na autá, zatiaľ čo rozpúšťali časť rezerv na komerčné nehnuteľnosti. Jednou z premenných môže byť takisto nový guvernér Fed-u, ktorý neplánuje vopred konzultovať budúci vývoj monetárnej politiky a chce si tak zachovať status quo. Jedným z jeho vyhlásení, kvôli ktorým bol nominovaný do čela Fed-u, bolo znižovanie súvahy centrálnej banky, ktorá v súčasnosti dosahuje 6,7 bilióna USD a znižovanie úrokových sadzieb s dôrazom na silný trh práce. Ak by centrálna banka pristúpila k ďalším kolám kvantitatívneho ťahovania, boli by sme svedkami horšieho scenára vývoja likvidity, ktorá by zo systému odchádzala. Ako sme už uvádzali, vyjadrenie jedného z bankárov, že systém je bohatý na kapitál, ale menej bohatý na likviditu, by v tomto prípade znamenalo ešte výraznejšie odčerpanie likvidity. Práve preto je ďalší vývoj bankového sektora viac závislý od pokračujúceho trendu fúzií, IPO, emitovania nového korporátneho dlhu a pretrvávajúceho rizikového obchodovania zo strany retailových investorov. Ak by sa navyše ukázalo, že inflácia je natoľko reálna, že Fed pristúpi k zvyšovaniu sadzieb, nemusí to spôsobiť len zhoršenie úverového kanála, ale aj precenenie celého akciového trhu, ktorý bude diskontovaný o zvýšený faktor výnosov vládnych dlhopisov. (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.