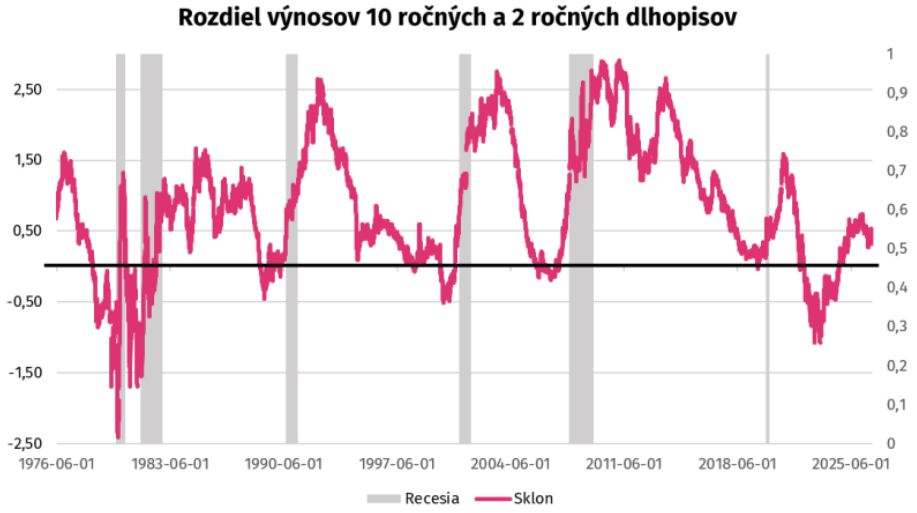
Ako sa zmenil najspoľahlivejší indikátor recesie

Sklon výnosovej krivky patril desaťročia medzi najspoľahlivejšie indikátory prichádzajúcej recesie, jeho súčasný vývoj však naznačuje zmenu historického mechanizmu. Rast dlhodobých výnosov pod tlakom inflácie, rekordných emisií dlhu a fiškálnych rizík otvára otázku, či dnes nesledujeme nové precenenie dlhého konca výnosovej krivky. Medzimesačná inflácia v USA opäť zrýchľuje, najmä pre rast cien energií. Fed zvýšil úrokové sadzby prvýkrát po 3 rokoch pre pretrvávajúcu infláciu. Rast hypotekárnych sadzieb v USA opäť zhoršuje dostupnosť bývania, a to len niekoľko týždňov pred novembrovými midterm voľbami. Júlové údaje poukazujú na rozdielnu kondíciu jednotlivých odvetví slovenskej ekonomiky.

Z historického hľadiska bol jedným z najdôveryhodnejších indikátorov, ktoré predpovedali ekonomické ochladenie, práve vývoj rozdielu výnosovej krivky. Rozdiel výnosovej krivky pozostáva z výnosov krátkeho konca, teda dlhopisov s krátkou dobou splatnosti (1-2 roky), a dlhého konca, teda dlhopisov s dlhou dobou splatnosti (10-30 rokov). Rozdiel medzi nimi

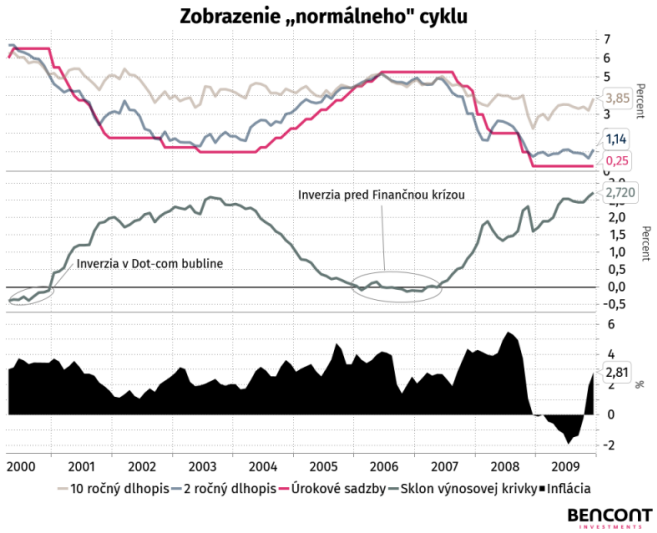
vytvára sklon výnosovej krivky. Porozumenie tohto rozdielu a jeho priebehu je kľúčový na pochopenie ekonomického cyklu. Samotný vývoj pozostáva z normálneho sklonu, keď je dlhý koniec výnosnejší ako krátky, a naopak z inverzie, keď je výnosnejší krátky koniec oproti dlhému.



Definícia „normálneho“ cyklu

Na vysvetlenie vývoja rozdielu výnosovej krivky zvolíme rok 2003 a ekonomiku USA, ktorý bude východiskovým bodom pre relatívne „normálny“ hospodársky cyklus. V tomto období dosahovali úrokové sadzby v ekonomike najnižšiu úroveň od 60. rokov minulého storočia a inflácia dosahovala v priemere približne 2 %. Rozdiel dosahoval normálny stav, kladných 2,36 %, a dlhý koniec dosahoval výnos 4 %. Krátky koniec potom tvoril rozdiel medzi dlhým koncom a samotným sklonom výnosovej krivky. Relatívne „normálny“ hospodársky cyklus sa odvíja od produkcie ekonomiky pod potenciálnym produktom, pričom ekonomika v neskorších fázach potenciálny produkt prekročí a začnú sa objavovať inflačné tlaky. Inflácia sa v tomto období začala objavovať takmer okamžite. Od dna na úrovni 1,06 % medziročne v júni 2002 vzrástla do konca roka 2005 na úroveň 4 %. Takýto rast cenovej hladiny si prirodzene pýta pozornosť centrálnej banky, ktorá začne zvyšovať úrokové sadzby. Úrokové sadzby v tomto období vzrástli zo spomínaného 1 % na viac ako 4 % do konca roka 2005, pričom vrchol dosiahli v roku 2006 na úrovni 5,25 %. Rast úrokových sadzieb má za následok rast výnosov samotných dlhopisov, pričom krátky koniec je týmto rastom ovplyvnený viac. Za sledované obdobie vzrástol výnos 2-ročných dlhopisov z dna 1,16 % v júni 2003 na vrchol 5,27 % v júni 2006. Za toto sledované obdobie vzrástol aj výnos 10-ročných dlhopisov, a to z 3,2 % na 5,25 %. V tomto momente dochádza k zaujímavému pozorovaniu, a to, že samotná výnosová krivka dosiahla inverziu,

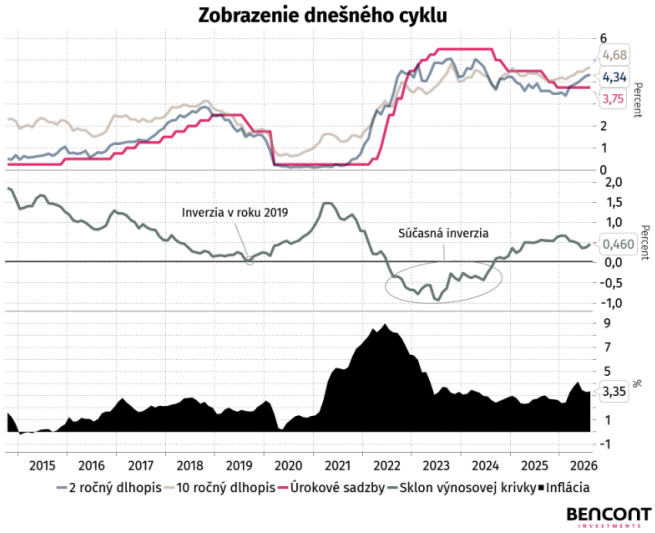
krátky koniec predbehol dlhý. Dôvodom, prečo dokáže krátky koniec predbehnúť ten dlhý, je, že v prípade atraktívnych výnosov na dlhom konci a vyšších inflačných očakávaní investori prirodzene nakupujú dlhé dlhopisy z dôvodu ich bezpečnosti a fixného atraktívneho úroku na niekoľko rokov, čím prirodzene tlačia výnosy smerom nadol.



Prečo je to dnes inak

Po finančnej kríze z roku 2008 sa ekonomika USA dostala do obdobia tzv. „nulových sadzieb“, ktoré pretrvávalo od decembra 2008, pričom sadzby začali rásť koncom roka 2015. Výnosy na krátkom konci boli veľmi nízke z dôvodu nízkych úrokových sadzieb, pričom výnosy na dlhom konci boli z historického hľadiska takisto relatívne nízke a ich priemer medzi sledovanými rokmi dosahoval 2,58 %. Začiatkom roka 2022 došlo k agresívnemu rastu úrokových sadzieb z dôvodu inflačných tlakov vyvolaných vysokou ponukou peňazí a problémami v dodávateľských reťazcoch. Inflácia v tomto období dosahovala takmer úroveň cválajúcej inflácie, pričom vrchol dosiahla v júni 2022 na takmer 9 % medziročne. Úrokové sadzby v tomto prípade vzrástli z „nulových“ na 5,25 %. Agresívne precenenie zaznamenal aj dlhopisový trh, ktorého krátky koniec vzrástol od začiatku roka 2022, keď dosahoval 0,78 %, na 5,19 % v októbri 2023. Dlhý koniec zaznamenal takisto rast, avšak omnoho menej agresívny, z 1,63 % na 5 % za sledované obdobie. Výnosová krivka sa takisto dostala do inverzie, pričom jej postupný návrat do normálneho stavu sa očakával viac ako 2 roky. Dnes sme svedkami rastúcej výnosovej krivky, ktorá nemusí odrážať historické mechanizmy. Ako uvádzame, inverzia sa vyskytuje po raste úrokových sadzieb, a tým aj krátkeho konca, pričom následný návrat do normálu nastáva poklesom úrokových sadzieb a poklesom krátkeho konca. Krátky koniec dnes z dôvodu

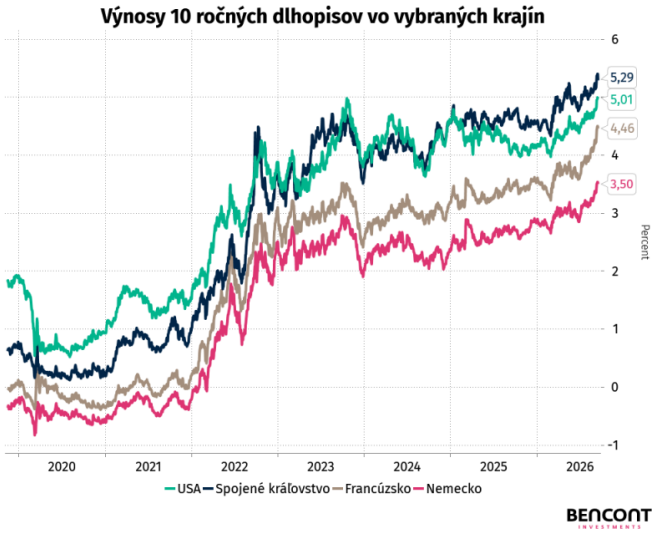
inflačných tlakov pokračuje v raste a v súčasnosti dosahuje 4,65 %. Ak dochádza k rastu sklonu výnosovej krivky a zároveň rastie aj výnos na krátkom konci, musí súbežne dochádzať aj k rastu dlhého konca. Svedkami tohto rastu sme v posledných mesiacoch, pričom dôvodov rastu je hneď niekoľko. Medzi hlavné dôvody rastu patria najmä rekordné emisie štátneho dlhu, inflačné očakávania, konkurencia v podobe emitovaného dlhu hyperscalerov a samotná fiškálna nezodpovednosť vlád, ktoré dosahujú v obdobiach ekonomického rastu vysoké rozpočtové deficity. Práve preto sa dá hypotetizovať, že ak sme v roku 2022 boli svedkami precenenia krátkeho konca a presunu úrokových sadzieb späť do normálu, dnes sme svedkami precenenia dlhého konca. Časť súčasného rastu dlhodobých výnosov však môže byť spôsobená aj prehodnotením budúceho vývoja úrokových sadzieb FED-u. Vyššie inflačné tlaky zvýšili očakávania ďalšieho rastu sadzieb, čo prirodzene tlačí nahor aj výnosy dlhodobých dlhopisov. Ak by inflačné tlaky ustúpili a očakávania sadzieb klesli, časť súčasného rastu dlhodobých výnosov by sa mohla pomerne rýchlo obrátiť.



Kam sa až môžeme dostať

Rozdiel výnosovej krivky dosahuje v bode prepadu krátkeho konca podľa historických údajov maximum na úrovni 2,5 %. To by implikovalo, že zo súčasných úrovní 4,8 % na 2-ročných dlhopisoch by sme si na samotnom konci krivky mali pýtať viac ako 7,3 %. Ak by výnos 10-ročného dlhopisu vzrástol zo súčasných 5 % na 7,3 %, cena dlhopisu s 5 % kupónom by pri nezmenených ostatných podmienkach klesla približne o 16,12 %. Samozrejme, historická úroveň 2,5 % sa spája s poklesom krátkeho konca, a nie s rastom toho dlhého, preto bude pomerne zaujímavé pozorovať ďalší vývoj dlhého konca. Takisto jedným z nepríjemných pozorovaní je,

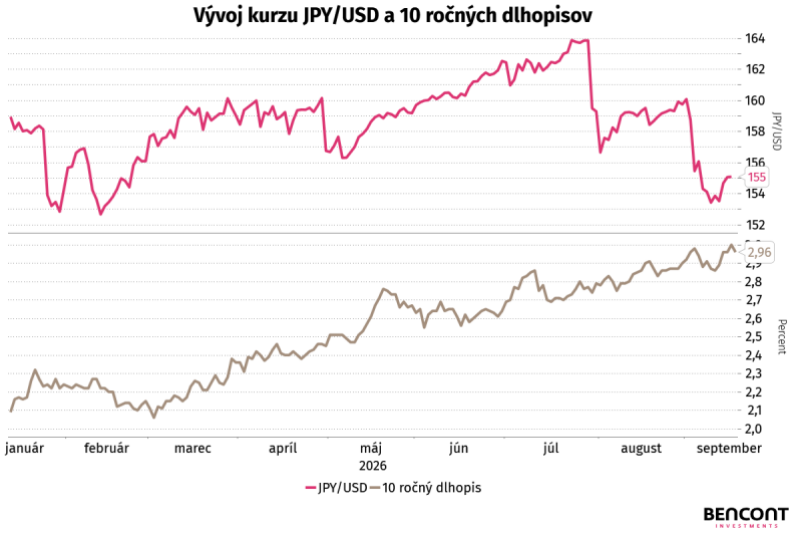
že výplach na dlhopisovom trhu sa netýka len samotných USA, ale celej globálnej ekonomiky. Dlhé dlhopisy v EÚ zaznamenali relatívne agresívny rast výnosov. V prípade nemeckých dlhopisov ide o rast o 10,5 % za mesiac na 3,535 %, v prípade francúzskych o 9,34 % na 4,505 % a v prípade Veľkej Británie o 5,13 % na 5,346 %.



Skrytý problém Japonsko

Japonsko zažíva za posledný rok pomerne turbulentné obdobie. Po rokoch „nulových“ sadzieb sa začiatkom roka 2024 začali úrokové sadzby zvyšovať a v súčasnosti dosahujú úroveň 1 %, pričom sa pokračuje v ďalšom agresívnom zvyšovaní. Na druhej strane JPY dosahoval v júli tohto roka rekordne nízku úroveň 164 JPY/USD. Takéto hodnoty sme naposledy videli pred 40 rokmi a vytvárali tlak v celom ázijskom regióne. Takisto výnos 10-ročného japonského dlhopisu sa za posledný rok takmer zdvojnásobil. Pred rokom dosahoval výnos na 10-ročnom dlhopise 1,601 %, pričom v súčasnosti dosiahol maximum na úrovni 3,045 %. Pri pokračujúcom oslabovaní JPY a výpredaji dlhopisov by to mohlo evokovať neochotu investorov investovať v Japonsku, avšak v súčasnosti dochádza k relatívnemu posilneniu JPY voči USD. Posilnenie JPY voči USD je výsledkom niekoľkých faktorov. Jedným z nich sú intervencie vlády USA a samotný úrokový diferenciál. Hoci sa očakáva, že úroky porastú v USA aj v Japonsku, investori očakávajú agresívnejšie zvýšenie v Japonsku. Práve preto zaznamenal JPY posilnenie voči USD z úrovne 164 JPY/USD na 155 JPY/USD. Hoci samotná mena zaznamenala posilnenie, výpredaj na dlhopisovom trhu sa nezastavil a pokračuje ďalším rastom výnosov, čo môže vytvárať ďalší problém, a to tzv. „carry trade“. „Carry trade“ by v tomto prípade mohol mať opačný efekt na dlhopisový trh v USA. Zatiaľ čo za posledné roky sa využíval lacný kapitál z Japonska na nákup amerických dlhopisov,

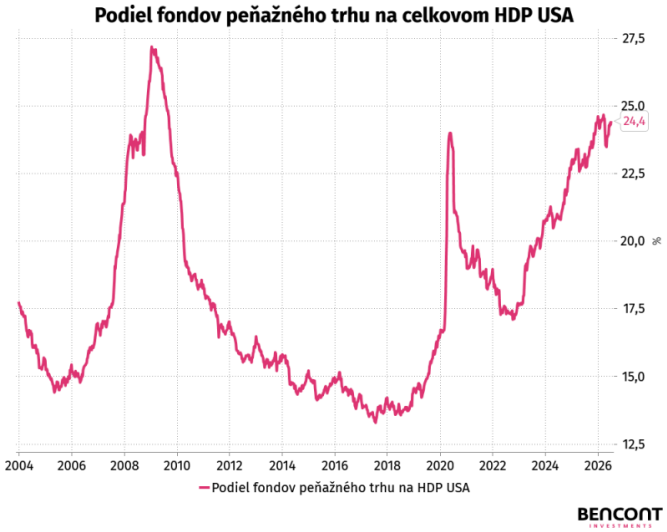
významné posilnenie JPY by malo za následok urýchlený výpredaj na americkom dlhopisovom trhu z dôvodu splatenia pôžičiek vydaných v Japonsku. To by tlačilo výnosy na dlhom konci ešte agresívnejšie nahor.



Kam prúdi všetok kapitál

Samotná neochota investorov investovať do najbezpečnejšieho aktíva na svete pri súčasných výnosoch evokuje, že investori nepovažujú súčasné výnosy za atraktívne. Navyše výpredaj dlhopisov zároveň vyvoláva otázku, kam investori realokujú prostriedky získané z predaja a ktoré aktíva získavajú na úkor dlhej durácie. Pri bližšom skúmaní môžeme pozorovať, že bezpečnejšie triedy aktív, ako sú napríklad zlato alebo striebro, nezažívajú agresívny prítok kapitálu. To isté sa týka aj špekulatívnych aktív, ako sú kryptomeny. Jednými z možných aktív, ktoré absorbujú kapitál, môžu byť dlhopisy emitované na výstavbu AI infraštruktúry, pričom emisia nového dlhu v súčasnosti dosahuje takmer 170 miliárd USD za posledných 12 mesiacov. Krátky koniec by sa takisto mohol podieľať na absorbovaní kapitálu, avšak pri súčasnom raste výnosov na krátkom konci by muselo ísť o rekordné emisie, pretože inak by výnosy nerástli tak agresívne a boli by viac stlačené. Globálne fondy peňažného trhu zaznamenali za týždeň končiaci 2. septembrom prílev kapitálu na úrovni 46,1 miliardy USD a ide o najväčší týždenný prílev od 5. augusta. Navyše globálne dlhopisové fondy zaznamenali čistý prílev 10,01 mld. USD, pričom krátke dlhopisy získali 7,43 mld. USD. Vládne dlhopisy naopak zaznamenali čistý odlev 3,34 mld. USD a korporátne dlhopisy odlev 1,41 mld. USD. Krátky koniec mal pri tomto prílev dokonca najvyšší objem od 8. júla. Majetkové cenné papiere za tento týždeň zaznamenali prílev 6,65 miliardy USD, pričom do Európy prúdilo približne 13,09 miliardy USD a do Ázie 4,22 miliardy

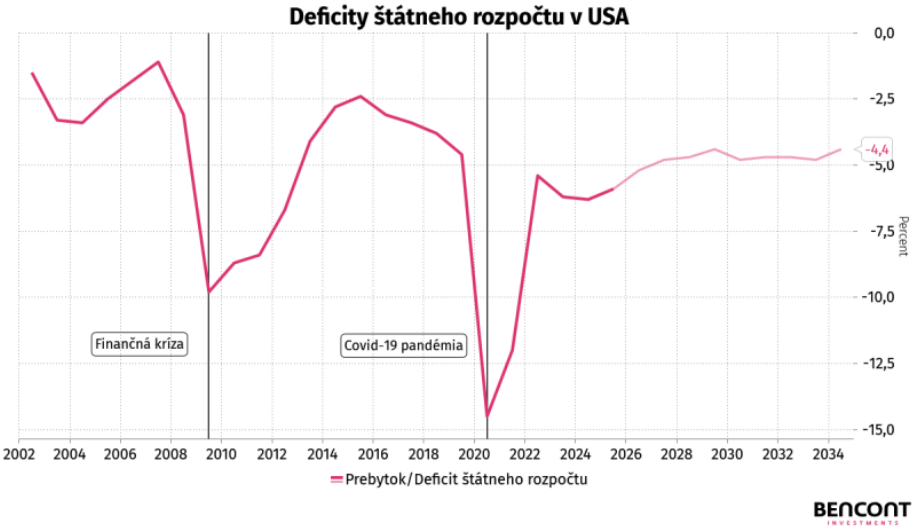
USD. Naopak, USA zaznamenali odlev 11,12 miliardy USD. Zlato zaznamenalo prílev na úrovni 2,85 miliardy USD a ide tak už o 8. týždeň prílevu po sebe. Najdôležitejším zistením je, že investori vplyvom súčasných geopolitických rizík a očakávaného zvýšenia sadzieb opúšťajú dlhý koniec a kapitál alokujú do aktív s krátkou duráciou. Takéto správanie znamená, že investori nie sú ochotní niesť riziko durácie z dôvodu nepredvídateľného vývoja. Fondy peňažného trhu dnes dosahujú rekordných 7,9 bilióna USD, čo v relatívnom vyjadrení predstavuje 24,4 % HDP. Ak by krátky koniec dosahoval v budúcnosti stále atraktívne výnosy voči dlhému koncu, môžeme očakávať, že globálny výpredaj dlhého konca ešte neskončil. Naopak, pri súčasnom strmom raste výnosovej krivky je pravdepodobné, že výnosy budú naďalej rásť, až kým nedosiahnu dostatočne atraktívnu úroveň.



Čo môže výpredaj zastaviť

Medzi hlavné premenné, ktoré by mohli zastaviť výpredaj dlhopisov, patrí skončenie vojenského konfliktu na Blízkom východe. Skončenie tohto konfliktu by mohlo dočasne znížiť ceny ropy, ktoré dnes v prípade BRENT-u dosahujú úroveň 107 USD za barel. Prémia za vojenský konflikt síce klesne, avšak dlhodobý výnos na rope bude pokračovať v raste z dôvodu čerpania SPR rezerv, ktoré dnes dosahujú najnižšie úrovne od 80. rokov. V súčasnosti sa SPR rezervy pohybujú na 284,957 miliónoch barelov, pričom USA sa zaviazali minúť v súvislosti s konfliktom na Blízkom východe 172 miliónov barelov zo strategických rezerv. Tento stav predstavuje 243 miliónov barelov a pri čerpaní 5 miliónov barelov týždenne sa k nemu USA dostanú do približne 9 týždňov, avšak v posledných týždňoch sa čerpanie spomalilo. Inflačné očakávania preto môžeme preniesť do strednodobého horizontu, a práve preto bude dôležité pozorovať kroky

FED-u a jeho nastavenie monetárnej politiky. Druhou premennou sú úrokové sadzby a ich očakávaný vývoj. Pri postupnom dezinflačnom procese môžu očakávania ohľadom vývoja sadzieb implikovať ich znižovanie, čo bude mať za následok pokles výnosov na krátkom konci a preorientovanie kapitálu naspäť do dlhého konca. Tretí aspekt pozostáva zo zodpovednejšej fiškálnej politiky a vyrovnaného štátneho rozpočtu. V súčasnosti sa očakáva, že USA v roku 2026 dosiahnu schodok vo výške 5,8 %. Pri rekordnom dlhu na úrovni 122 % HDP a rekordnej emisii nového dlhu z dôvodu pretrvávajúcich deficitov má táto premenná takisto za následok rast výnosov na dlhom konci. Ďalším mechanizmom, ktorý môže tlmiť rast dlhodobých výnosov, sú spätné odkupy Ministerstva financií USA. V segmente 10- až 20-ročných dlhopisov Ministerstvo financií v jednom z predchádzajúcich štvrťrokov odkúpilo maximálnych 6 mld. USD, pričom od septembra zvýšilo limit jednotlivých operácií z maximálne 2 mld. USD na minimálne 4 mld. USD. Vyššie odkupy znižujú množstvo dlhej durácie na trhu a môžu tak tlmiť rast výnosov. Posledná premenná súvisí s pomalším tempom AI výstavby. Táto premenná je najmenej pravdepodobná a spôsobuje najvyššie riziko, keďže dnešná ekonomika USA je veľmi závislá od investícií do AI. Odhaduje sa, že nepriamy podiel AI na americkom HDP v súčasnosti dosahuje približne 8 %. Najextrémnejším scenárom, ktorý by pomohol zraziť výnosy nadol, je recesia, pri ktorej musí FED znížiť úrokové sadzby, aby podporil ekonomiku.



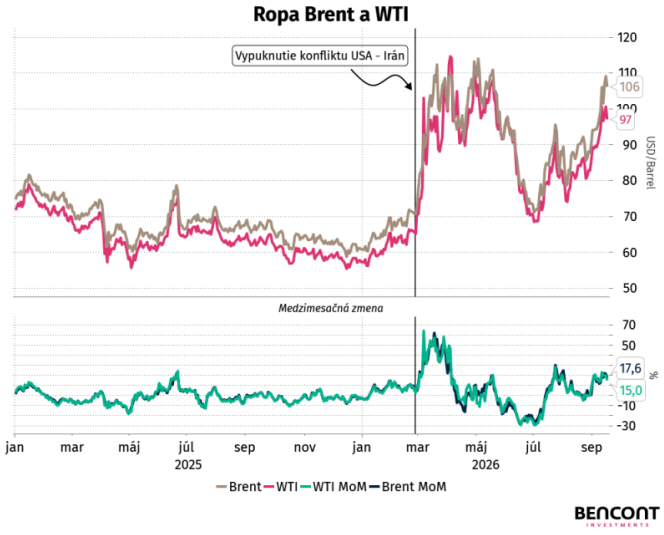
Záver

Rokmi platilo, že dlhé dlhopisy, najmä tie americké, predstavovali bezpečný prístav. V súčasnosti pozorujeme zvýšenú preferenciu krátkej durácie a likvidity na úkor časti dlhodobého dlhu. V minulosti znamenala inverzia výnosovej krivky najmä nakúpenie dlhého

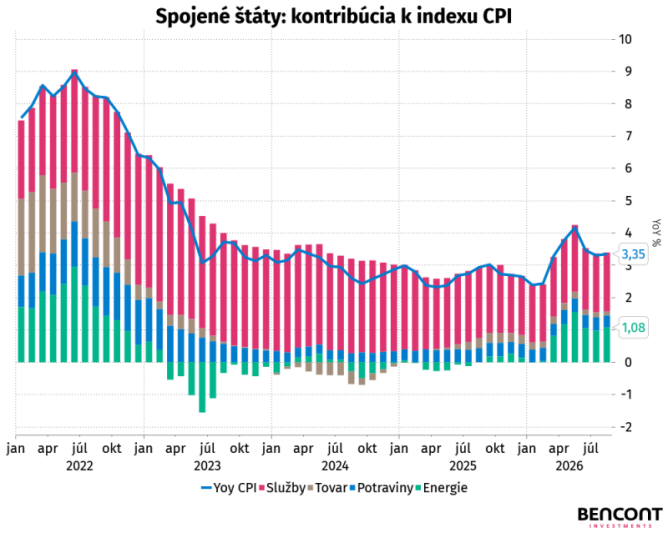
konca a následný prepad krátkeho konca vrátil výnosovú krivku do normálu. Dnes sa situácia otočila. Krátky koniec zaznamenal agresívne precenenie v roku 2022 a dlhý koniec začal rásť, aby vrátil výnosovú krivku opäť do normálu. Pretrvávajúce inflačné tlaky spôsobené ponukovými šokmi by však FED-u výrazne komplikovali znižovanie úrokových sadzieb aj v prípade recesie. Ak by sa ekonomika dostala do recesie a ceny ropy, prípadne iných komodít, by naďalej dosahovali vysoké úrovne, pokles sadzieb by inflačnú špirálu opäť naštartoval, čo by malo za následok rozhodovanie centrálnej banky o tom, či priorizovať infláciu alebo hospodársky rast. Bude pomerne zaujímavé sledovať ďalší vývoj dlhého konca, ktorý by mohol dosiahnuť výnos pod 7 %. Rast dlhého konca spôsobuje v ekonomike jeden problém, ktorým je celkové spomalenie v úverovom kanáli. Pri vyšších bezrizikových výnosoch sa predražujú úroky na hypotékach, ktoré dnes dosahujú takmer 7 %, takisto sa predražujú úroky na úveroch a v neposlednom rade sa zvyšuje diskontný faktor pri ocenení rizikovejších tried aktív, ktoré by mohli vplyvom vyšších výnosov zaznamenať precenenie smerom nadol. (mš)

Inflácia v USA pod tlakom energií

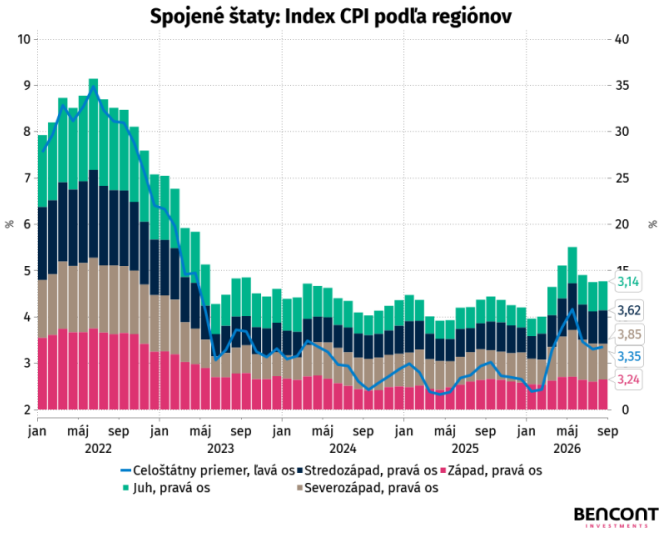
Augustové dáta indexu spotrebiteľských cien (CPI) v Spojených štátoch medzimesačne vzrástli o 0,4 %, pričom medziročná inflácia zostala na úrovni 3,4 %. Súčasne sa prudko zvýšili obavy o dostupnosť energetických komodít. Cena ropy Brent 9. septembra prvýkrát od 24. júla prekročila úroveň 100 USD za barel a v posledných dňoch sa pohybuje v rozmedzí od 105 do 110 USD za barel. Za rastom cien stála obnovená eskalácia bojov medzi Spojenými štátmi a Iránom, útoky na tankery a obmedzenie prepravy cez Hormuzský prieliv. Situáciu ďalej zhoršilo odstavenie saudského ropovodu East–West po dronových útokoch v regiónoch Rijád a Medína. Ropovod s kapacitou približne 7 miliónov barelov denne umožňuje obísť Hormuzský prieliv, pričom jeho dlhšie odstavenie môže ohroziť až 4 % globálnej ponuky ropy.



Rast cien ropy v auguste zvýšil energetický index medzimesačne o 2,1 %, pričom ceny benzínu vzrástli o 3,9 % a v porovnaní s minulým rokom boli vyššie až o 27,4 %. Benzín sa tak podieľal na viac než 1/3 celkového mesačného rastu CPI. Energetická inflácia zároveň dosiahla medziročnú hodnotu 16,3 %, čo výrazne podporilo celkový rast cien. Potraviny naopak zdraželi len mierne, kde sa ich ceny zvýšili o 0,1 % medzimesačne a o 2,7 % medziročne. Inflačné tlaky však nevychádzali iba z energií. Jadrový CPI, ktorý nezahŕňa volatilné ceny potravín a energií, vzrástol v auguste o 0,3 % a medziročne dosiahol 2,4 %. Významnú úlohu pritom naďalej zohrávali bývanie a ostatné služby, ktorých ceny medziročne vzrástli zhodne o 3,0 %.



Regionálne rozdiely v inflácii ukazujú, že cenový vývoj v USA nie je rovnomerný. V auguste bola medziročná inflácia najvyššia na severovýchode krajiny, kde dosiahla 3,85 %, ktorú ťahal rast nákladov na bývanie (v predošlých mesiacoch medziročne okolo 4 %) a drahšie energie vo veľkých metropolách ako New York. Nasledoval stredozápad s 3,62 %, kde sa výraznejšie prejavujú ceny dopravy a potravín vzhľadom na rozsiahlu výrobnú a logistickú základňu regiónu. Na západe inflácia dosiahla 3,24 % (medzimesačne +0,5 %), poháňaná najmä napätým trhom s bývaním, hlavne v Kalifornii. Najnižšia bola na juhu, na úrovni 3,14 %, kde miernejšie náklady na bývanie a nižšie životné náklady tlmia celkový rast cien.

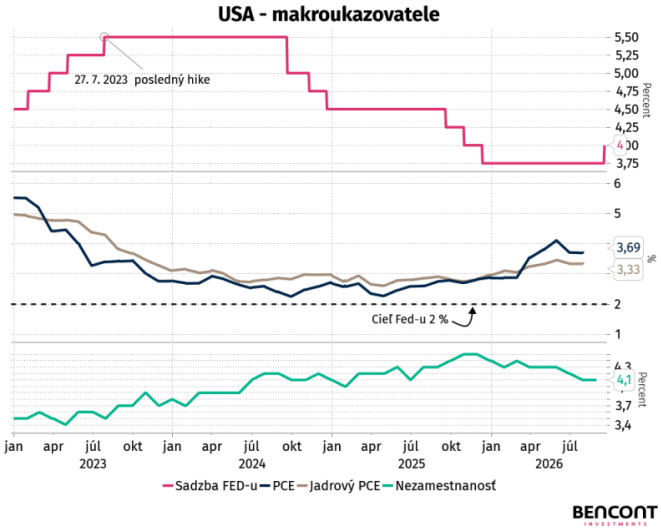


Budúci vývoj inflácie v USA nebude závisieť iba od cien energií, ale aj od fiškálnej politiky, situácie na trhu práce a oneskoreného prenosu ciel. V auguste vzrástli ceny leteckej dopravy medzimesačne o 2,7 % a medziročne až o 23,4 %, zatiaľ čo komunikácie zdraželi o 2,3 % a vzdelávanie o 0,8 %. Významným zdrojom tlaku je aj investičná vlna v oblasti umelej inteligencie, ktorá zvyšuje dopyt po čipoch či dátových centrách, čo následne zdražuje bežnú elektroniku, notebooky a herné konzoly. Efekt ciel môže do polovice roka zvýšiť infláciu o 0,5 percentuálneho bodu, pričom fiškálny deficit môže presiahnuť 5,8 % HDP. Obmedzenie migrácie navyše znižuje ponuku práce v poľnohospodárstve, stavebníctve či zdravotníctve, kde náklady na domácu starostlivosť rastú o 10 % ročne. Aj v kombinácii s týmito faktormi sa vytvára riziko, že inflácia zostane nad cieľom Fedu (dôvodom čoho bolo aj zvýšenie úrokových sadzieb na 3 %) dlhšie a do konca roka môže prekročiť až 4 %, pokiaľ sa neupokojí geopolitické napätie. (lg)

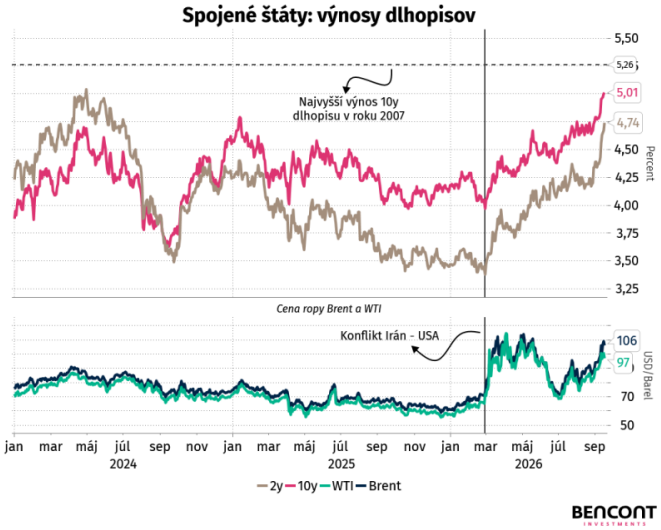
Fed zvyšuje úrokové sadzby

Federálny rezervný systém (Fed) v septembri sprísnil menovú politiku a zvýšil cieľové pásmo úrokových sadzieb o 25 bázických bodov na 3,75 – 4,00 %, pričom išlo o prvé zvýšenie od júla 2023. Rozhodnutie prichádza v prostredí opätovne zosilnených inflačných rizík, ktoré podporili vyššie ceny energií súvisiace s konfliktom medzi USA a Iránom, ako aj pretrvávajúce nákladové tlaky vyplývajúce z dovozných ciel. Celkový aj jadrový index výdavkov na osobnú spotrebu (PCE) sa stále pohybujú nad 2-percentným cieľom Fedu, zatiaľ čo trh práce zostáva relatívne odolný. Augustová tvorba nových pracovných miest mimo poľnohospodárstva (nonfarm payrolls) dosiahla 162 tisíc. Čo bolo výrazne nad konsenzom približne 55 tisíc, pričom miera nezamestnanosti zostala na úrovni 4,1 %. Kombinácia priaznivejšieho vývoja na trhu práce a pretrvávajúcich inflačných tlakov znižuje bezprostredné riziko prudkého ochladenia ekonomiky a poskytuje Fedu väčší priestor pokračovať v reštriktívnom nastavení politiky. Futures kontrakty zároveň k zasadnutiu 9. decembra 2026 indikujú viac ako 100-percentnú

pravdepodobnosť ďalšieho zvýšenia sadzieb o 25 bázických bodov.



Pretrvávajúci konflikt medzi USA a Iránom naďalej obmedzuje prepravu cez Hormuzský prieliv. Sedemdňový kĺzavý priemer tranzitov klesol v polovici septembra 2026 na 5,29 tankera denne, oproti 71,71 vlani. Ceny ropy sa tak vyšplhali nad hranicu 100 USD za barel. Drahšia energia zrýchlila infláciu a neistotu investorov, čo sa prejavilo aj na dlhopisovom trhu. Výnosy 10-ročných (5,01 %) aj 30-ročných amerických dlhopisov (5,37 %) vyšli na najvyššie úrovne od júna 2007. Keďže americký štátny dlh v auguste prekročil 40 biliónov USD a investori strácajú záujem o nové cenné papiere, Ministerstvo financií USA muselo od 9. septembra zdvojnásobiť spätný odkup dlhodobých dlhopisov na 4 miliardy USD (neskôr navýšený až na 6 mld. USD). Situáciu dopĺňa aj odliv zahraničného kapitálu, kde Francúzsko predalo dlhopisy za 41,5 miliardy USD, Kanada za 33,3 miliardy USD a Japonsko znížilo stav o 12,8 miliardy USD, aj kvôli tomu, aby získalo doláre na obranu padajúceho jenu.



Z pohľadu celej americkej ekonomiky zostáva situácia zmiešaná. Deflátor HDP, ktorý zachytáva rast cien v celej ekonomike, medziročne vzrástol o 4,4 %, kým nominálny HDP stúpol o 6,6 %. Reálny HDP po očistení o rast cien vzrástol len o 2,1 %, čo ukazuje, že významná časť nominálneho rastu vyplýva z vyššej cenovej hladiny. Index finančných podmienok FCI-G hodnotí, či úrokové sadzby, výnosy dlhopisov, kurz dolára a ceny aktív ekonomický rast podporujú alebo tlmia. Jeho ročná hodnota dosiahla −0,40 a trojročná −0,88, pričom záporné hodnoty signalizujú, že finančné prostredie stále mierne podporuje hospodársku aktivitu. Úrokový diferenciál v prospech USA zároveň posilnil, kde menový pár EUR/USD klesol k 1,146 USD a dolárový index prekročil úroveň 100.

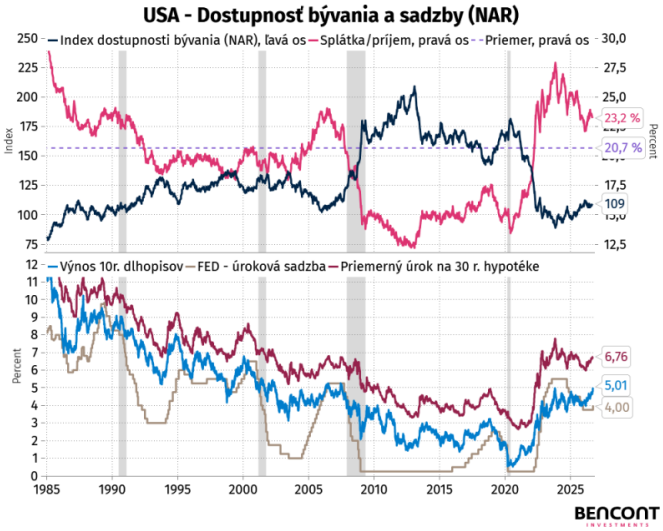
Centrálna banka vo svojich septembrových projekciách očakáva rast reálneho HDP o 2,3 % v roku 2026 a o 2,4 % v roku 2027, pričom nezamestnanosť by mala zostať na 4,1 %. Rizikom však zostáva dlhšie pretrvávanie inflácie. Fed zvýšil prognózu celkovej PCE inflácie na 3,7 % a jadrovej PCE inflácie na 3,4 % pre rok 2026, pričom návrat inflácie k 2-percentnému cieľu predpokladá až v roku 2029. Ak by vysoké reálne výnosy a silný dolár pretrvali, sprísnené úverové podmienky by mohli postupne obmedziť investície, spotrebu a zahraničný dopyt po americkom vývoze, čo by v konečnom dôsledku spomalilo celkový rast domácej ekonomiky. (lg)

Dostupnosť bývania v USA pod tlakom úrokových sadzieb

Rezidenčný trh v USA si prešiel náročným obdobím dostupnosti bývania po postpandemickej inflačnej vlne. Kombinácia zhodnotenia cien nehnuteľností o vyše 40 % v priebehu dvoch rokov od vypuknutia pandémie a následná reštriktívna politika Fed-u, vytvorili prostredie hlbokej nedostupnosti kúpy nehnuteľnosti aká bola pozorovaná naposledy v 80. rokoch 20. storočia. Splátka novej hypotéky na kúpu mediánovo drahej nehnuteľnosti sa vyšplhala nad 25 % mesačného príjmu mediánovej domácnosti a index dostupnosti bývania klesol pod hranicu 100 bodov. Podľa metodiky Národnej asociácie realitných kancelárii (NAR) to znamená, že domácnosť s mediánovým príjmom už nedosahuje príjem potrebný na získanie novej 30-ročnej fixnej hypotéky na mediánovo drahú nehnuteľnosť pri LTV 80 %. Tento bod označuje NAR ako nedostupnosť bývania.

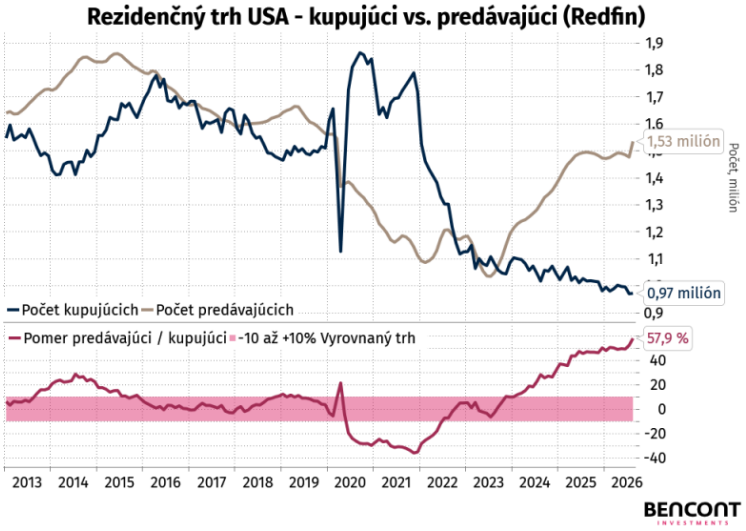
V rokoch 2025 a 2026 prevládal konsenzus, že rovnováha na rezidenčnom trhu sa bude približovať k normálu. Ceny nehnuteľností v USA totiž už vyše 15 mesiacov rastú pomalšie než spotrebiteľské ceny a hypotekárna sadzba vo februári 2026 klesla k 6 %. Vypuknutie konfliktu v Iráne v marci 2026 však obnovilo inflačné tlaky vyvolané cenami energií a zmenilo smer vývoja sadzieb. Výnos desaťročných vládnych dlhopisov USA, ktorý je referenčným ukazovateľom pre hypotéky, vzrástol od vypuknutia konfliktu o celý percentuálny bod, pretože investori sa obávajú inflácie a nedôverujú rozpočtovej politike americkej vlády. Sadzba tridsaťročných

hypoték smeruje k 7 %, čo opäť zvyšuje finančné zaťaženie zadlžených Američanov a mladým ľuďom odďaľuje možnosť zaobstarať si vlastné bývanie.



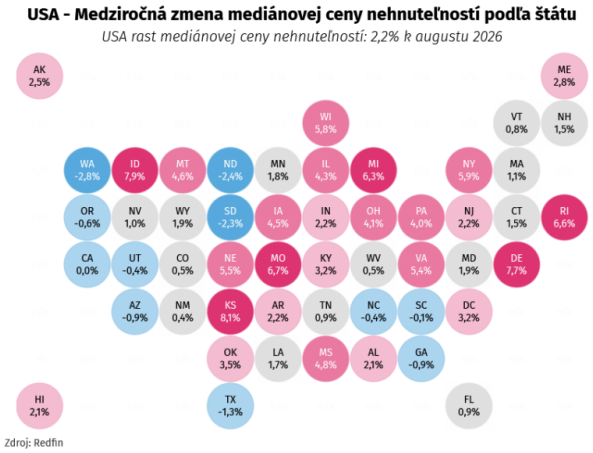
Načasovanie hrá v neprospech Trumpovej republikánskej strany, keďže 3. novembra dôjde k midterm voľbám na obsadenie pozícií v Senáte a Kongrese. Trump sa snaží zúfalo „podplatiť“ voličov dividendou 5000 USD, v prípade ak Republikáni vyhrajú. Tento ťah iba podkopáva verejné financie a ani snaha ministra financií USA strojnásobiť spätné odkupy dlhodobých dlhodpisov na 6 mld. USD na operáciu nepomáha „zastropovať“ výnosy dlhopisov. Trumpova geopolitická a fiškálna politika sa premieta do dynamiky rezidenčného trhu, kde počet kupujúcich kontinuálne ubúda od roku 2022 a k oživeniu dopytu ešte nedošlo.

Trh s bývaním v USA zaznamenal v auguste 2026 najsilnejší trh kupujúcich v histórii meraní od roku 2013. Aktívni predávajúci prevýšili počet kupujúcich o 57,9 %, čo predstavuje výrazný nárast oproti júlovej hodnote 52,1 %. Tento rekordný rozdiel bol spôsobený predovšetkým prudkým prírastkom nových ponukových nehnuteľností pri súčasnej stagnácii dopytu. Počet aktívnych predávajúcich na trhu dosiahol približne 1,53 milióna inzerátov, čo je najvyššia úroveň od začiatku roka 2020 a medzimesačný nárast o 3,9 %. Na druhej strane, odhadovaný počet kupujúcich vzrástol medzimesačne len o 0,1 % na 972 tisíc inzerátov.



Kupujúci majú v súčasnosti väčšiu vyjednávaciu silu, pretože vysoké náklady na bývanie a hospodárska neistota prinútili mnohých potenciálnych záujemcov zostať v úzadí. Majitelia domov naopak rozšírili ponuku, keďže mnohí z nich už nechceli ďalej čakať na pokles hypotekárnych sadzieb alebo oživenie dopytu. Mnohí dlhoroční vlastníci disponujú značnou nahromadenou hodnotou nehnuteľnosti, čo im umožňuje pri rokovaní o cene dosiahnuť zisk, zatiaľ čo iných k predaju vedú životné zmeny, napríklad nová práca, založenie rodiny či odchod do dôchodku.

Regionálna analýza ukazuje, že medzi trhmi kupujúcich dominujú metropoly v oblasti Slnečného pásu na juhu a juhozápade USA. Zo 49 analyzovaných metropolitných oblastí bolo 36 označených za trh kupujúcich. Najvýraznejšiemu previsu predávajúcich čelil Nashville, kde bolo o 139,3 % viac predávajúcich než kupujúcich. Nasledovali Miami so 138,3 % a Houston so 130,9 %. Medzi ďalšie výrazné trhy kupujúcich patria Orlando, Las Vegas, San Antonio, Austin a Dallas. Vysokú ponuku v týchto oblastiach podporuje aktívna nová výstavba, zatiaľ čo dopyt oslabujú rastúce náklady na hypotéky a poistenie, ako aj klimatické riziká.



Naopak, v celých Spojených štátoch sa nachádzalo iba päť trhov predávajúcich, kde počet predávajúcich zaostával za kupujúcimi. Najsilnejším trhom predávajúcich bol okres Nassau v štáte New York s 27,6 % nedostatkom predávajúcich oproti kupujúcim, nasledovaný Newarkom, Montgomery County, Milwaukee a San Franciscom. Tieto lokality čelia dlhodobo obmedzenej novej výstavbe a vysokej atraktívnosti z hľadiska pracovných príležitostí alebo technologického rozmachu. V dôsledku toho vzrástli ceny predaných domov na trhoch predávajúcich medziročne v priemere o 5,5 %, zatiaľ čo na trhoch kupujúcich dosiahol tento nárast len 1,6 % (USA spolu +2,2 %).

Nerovnováha medzi ponukou a dopytom sa prehlbuje a hypotéky zostanú drahé dlhšie, než mnohí Američania očakávali. Riziko korekcie sa preto netýka iba trhu s nehnuteľnosťami. Tlak na spotrebiteľov sa môže prejaviť aj poklesom celkovej spotreby a ohroziť ako zisky amerických korporácií, tak aj hospodársky rast USA. (fw)

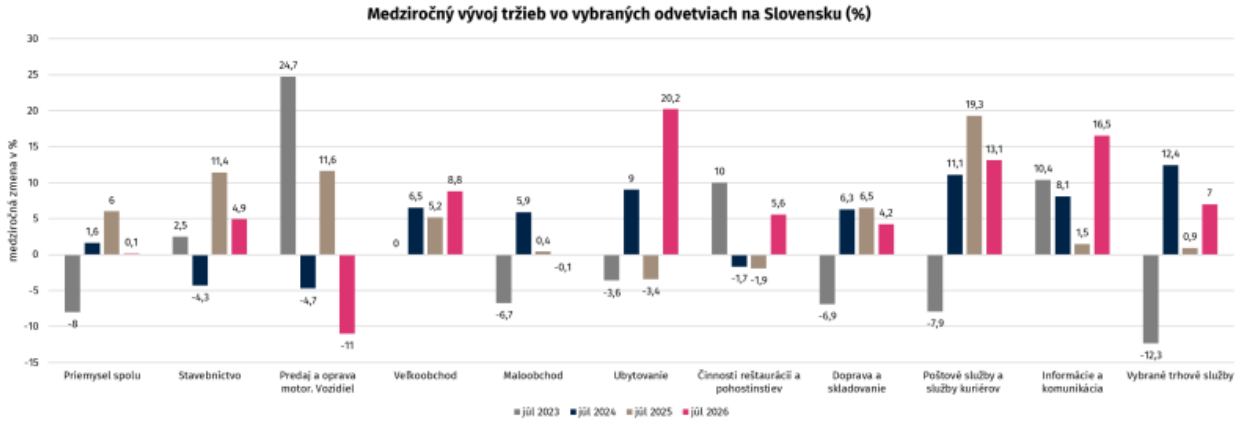
Tržby, mzdy a zamestnanosť vo vybraných odvetviach na SR za júl 2026

Keď sa na stav slovenskej ekonomiky pozrieme z pohľadu jednotlivých odvetví, uvidíme rozdielny vývoj v tom, ako na jednotlivé odvetvia vplýva nielen konsolidácia, ale aj štrukturálne problémy, s ktorými každé odvetvie zápasí.

Prvým pohľadom je vývoj tržieb medzi jednotlivými odvetviami. Z 11 sledovaných odvetví si prilepšilo 8, pričom najvýraznejšie si prilepšilo odvetvie ubytovania, a to o 20,2 % – aj v dôsledku poklesu bázy v minulom roku o 3,4 %. Odvetvie informácií a komunikácie zaznamenalo rast o 16,5 % a v neposlednom rade si odvetvie poštových a kuriérskych služieb udržalo už tretí rok dvojciferný rast tržieb, pričom tento rok rástli o 13,4 %. Výraznú stagnáciu sme mohli zaznamenať v priemysle, kde tržby takmer nerástli, pričom služby spojené s predajom a opravou motorových vozidiel zaznamenali výrazný prepad tržieb až o 11 %.

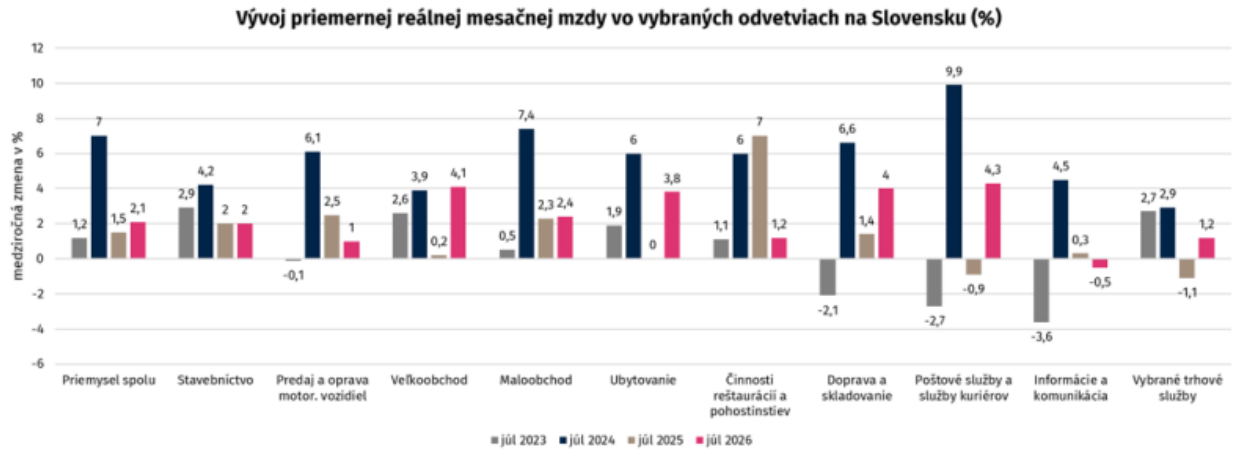
To, čo nám vývoj tržieb kuriérskych spoločností môže naznačovať, je čiastočná zmena nákupných návykov bežných domácností. Po neúspešnej konsolidácii vlády a spomaľovaní hospodárskej aktivity je možné pozorovať aj spomaľovanie rastu príjmov domácností voči inflácii, čo čiastočne mení ich nákupné návyky. Preto sa do popredia dostávajú populárne čínske spoločnosti ako TEMU alebo SHEIN, čo naznačuje, že Slováci čoraz viac uprednostňujú menej kvalitný tovar, ktorý je však výrazne lacnejší oproti tomu, čo by si kúpili v bežnom obchode. Podobný vývoj pozorujeme aj v maloobchode, kde tržby medziročne stagnovali,

no do popredia sa dostávajú najmä diskontné maloobchodné spoločnosti ako Action, KiK alebo Pepco, ktoré odzrkadľujú meniace sa potreby Slovákov.



Zdroj: Štatistický úrad

Pri pohľade na vývoj priemernej reálnej mzdy sme mohli zaznamenať zlepšenie takmer vo všetkých odvetviach okrem odvetvia informácií a komunikácie, ktoré zaznamenalo pokles o 0,5 %. Keďže mzdy v IT sektore vychádzali z vysokej bázickej úrovne, firmy nepristúpili k plošnej indexácii platov o celú mieru inflácie. Vo veľkoobchode, ubytovaní, doprave a poštových službách bol zaznamenaný takmer 4 % medziročný rast. Čo sa týka priemyslu, rast dosiahol úroveň 2,1 %. Aj keď na prvý pohľad môže rast reálnej mzdy v jednotlivých odvetviach pôsobiť pozitívne, ide o údaj očistený len o infláciu. Zabúda sa však na dôležitý rast odvodov a daní, v dôsledku ktorého sa čistá priemerná mzda v ekonomike v skutočnosti znížila o 3,08 %. Tejto problematike sme sa bližšie venovali v BWR 37.

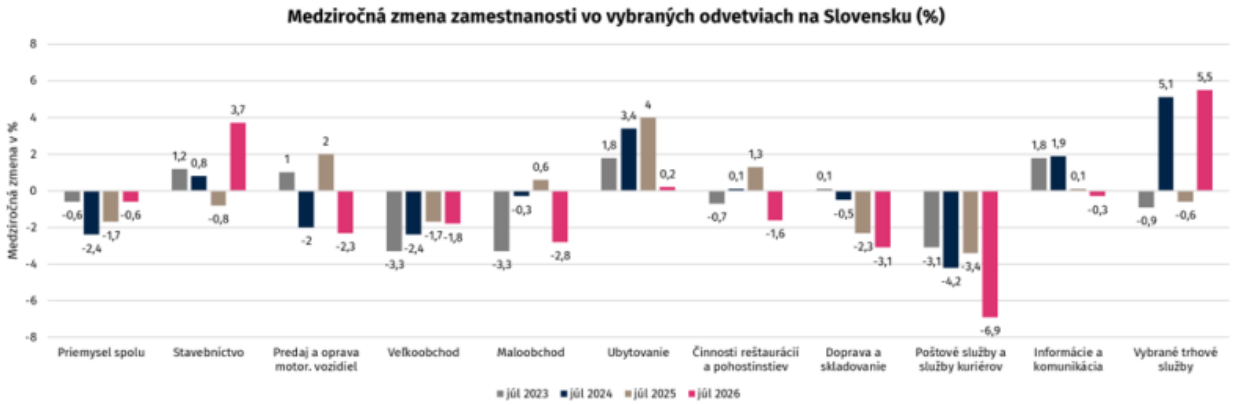


Zdroj: Štatistický úrad

Pri pohľade na vývoj zamestnanosti v jednotlivých odvetviach slovenskej ekonomiky vyzerajú júlové dáta horšie než v predchádzajúcom období. Pokles zamestnanosti zaznamenalo až 8 z 11

odvetví, pričom v priemysle, veľkoobchode, doprave a poštových službách môžeme hovoriť až o štrukturálnom poklese, keďže v týchto odvetviach klesá zamestnanosť už štvrtý rok po sebe. Najvýraznejší pokles je pozorovateľný v poštových a kuriérskych službách, kde došlo k medziročnému poklesu zamestnanosti až o 6,9 %.

Z dostupných údajov je najpravdepodobnejšie, že pokles zamestnanosti je spôsobený primárne vývojom v tradičnej Slovenskej pošte, kde sa počet zamestnancov od roku 2020 znížil z 12,7 tis. na aktuálne približne 9 tis. Jedinými odvetviami, ktoré zaznamenali medziročný rast zamestnanosti, boli stavebníctvo s rastom o 3,7 % a vybrané trhové služby (cestovné kancelárie, právne, účtovné a administratívne služby a pod.) s rastom o 5,5 %, pričom zamestnanosť v odvetví ubytovania stagnovala. Stavebné odvetvie je zaujímavé tým, že aj napriek tomu, že sa v 2Q 2026 na Slovensku začalo stavať o 40 % menej bytov ako v rovnakom období minulého roka – (BWR 37), zamestnanosť v odvetví napriek tomu rástla. Jedným z možných vysvetlení je priebeh veľkých verejných projektov (napr. výstavby a rekonštrukcie nemocníc v rezorte obrany) a aj zrýchlenie investičných výdavkov samospráv spojené s volebným rokom.



Zdroj: Štatistický úrad

Odvetvové dáta za júl 2026 ukazujú, že slovenská ekonomika sa nachádza vo fáze nerovnomerného vývoja s výraznými štrukturálnymi disproporciami. Na jednej strane dochádza k plošnému oživeniu reálnych tržieb v službách a stavebníctve, no na druhej strane kľúčový priemyselný sektor stagnuje, zamestnanosť vo väčšine odvetví klesá a kúpna sila domácností čelí tlaku fiškálnej konsolidácie, ale aj dlhodobo zvýšenej inflácie nad úrovňou 3 %. (mmm)

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 reprodukovaný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.