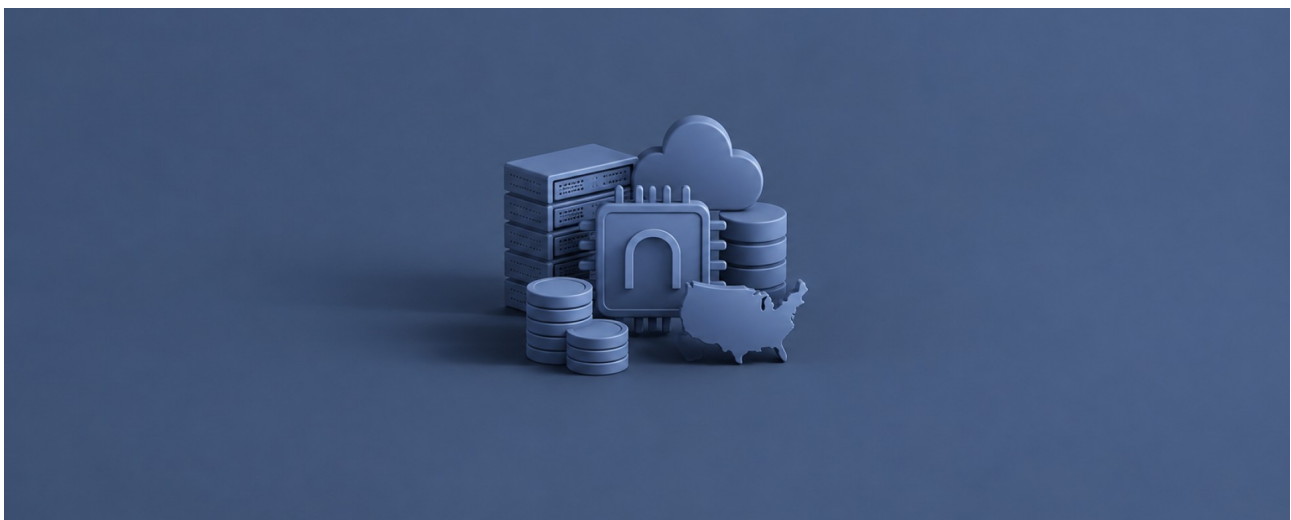


AI infraštruktúra sa stáva najväčšou investičnou stávkou v histórii USA

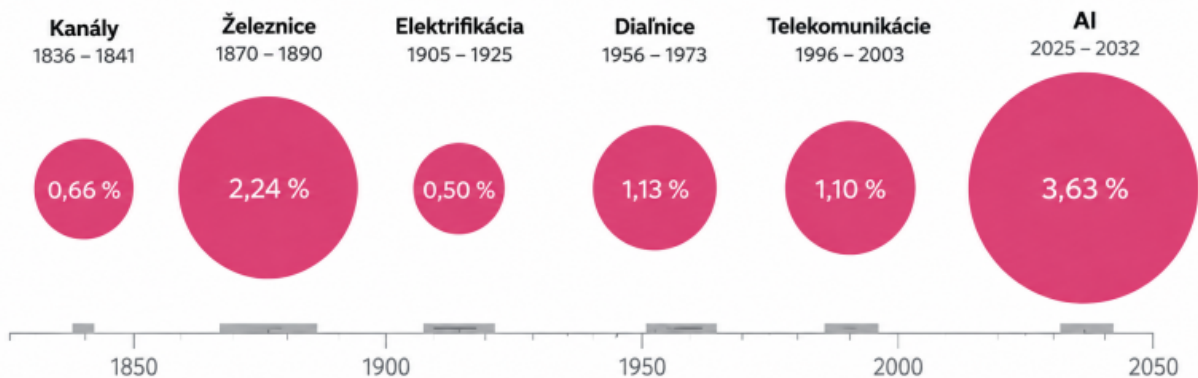
AI infraštruktúra smeruje k najväčšiemu investičnému boomu v histórii USA, ktorý svojím rozsahom prekonáva železnice aj internet. Otázkou zostáva, či rast produktivity a príjmov dokáže ospravedlniť miliardy dolárov investované do dátových centier, čipov a energetickej infraštruktúry. Skutočný rast HDP USA prekonal očakávania a dosiahol úroveň až 2,2 %. Čína hľadá nové zdroje príjmov, do centra pozornosti sa dostávajú milionári. Trh očakáva dlhšie zvýšenú infláciu, čo posilňuje atraktivitu protiinflačných štátnych dlhopisov. Stretnutie medzi USA a Čínou došlo k obchodnej dohode za 60 mld. USD. V ktorom stredoeurópskom veľkomeste je najdostupnejšie nájomné bývanie v porovnaní s príjmom?



V histórii sme boli svedkami rôznych komerčných investičných cyklov do infraštruktúry. Medzi najznámejšie patrí boom železníc medzi rokmi 1870 – 1890, ktorý sa odhaduje na 2,24 % HDP USA. Ďalším, ktorý utkvel v pamäti kvôli jeho pomerne nedávnomu výskytu, bola dot-com bublina, ktorá stála za výstavbou telekomunikačnej infraštruktúry medzi rokmi 1996 – 2003 a ktorá stála 1,1 % HDP USA. Oba spomenuté boomy neskôr spôsobili rozsiahle ekonomické

problémy v podobe recesie a precenenia akciového trhu. V súčasnosti sa vedú debaty o tom, či je AI práve ďalšou takouto bublinou, alebo je to tentoraz inak. Kumulatívne výdavky na AI infraštruktúru sa medzi rokmi 2025 – 2032 približia k sume 10,3 bilióna USD. Priemer za 8-ročné obdobie dosahuje 1,29 bilióna USD, čo predstavuje približne 3,63 % HDP USA podľa ekonóma Stijna van Nieuwerburgha.

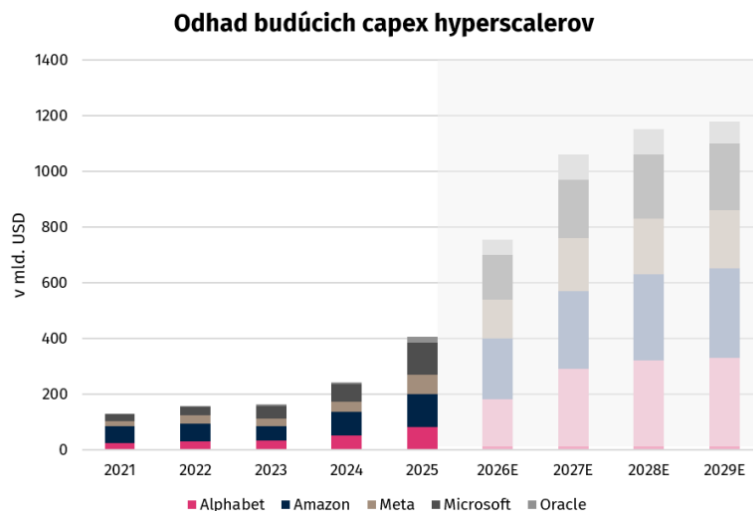
Priemerné ročné investície do infraštruktúry ako % HDP



Rozsah plánovanej výstavby naráža na limity realizácie

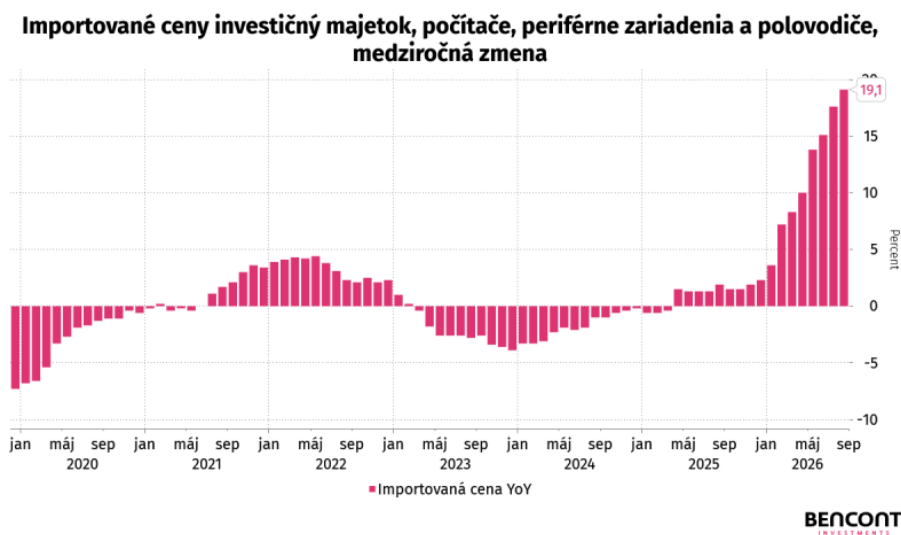
Ekonóm van Nieuwerburgh sa opiera o 4 % rast nominálneho HDP medzi týmito rokmi, pričom maximálny podiel majú investície dosahovať v roku 2032 na úrovni 5,1 % s priemerným rastom investície do kapitálu (capex) na úrovni takmer 14 % za sledovaných 8 rokov. Vrchol capexu teda implikuje hodnotu okolo 2,26 bilióna USD ročne v roku 2032. Prevádzková hotovosť hyperscalerov dosahovala v roku 2025 úroveň 634,8 miliardy USD a za posledných 10 rokov rástla takmer o 20 % ročne. Ak by sa tempo rastu udržalo, tempo rastu kapitálových výdavkov by zodpovedalo návratnosti tohto kapitálu bez započítania obnovovacích capexov. Jednou z vecí, s ktorými sa počíta je, že USA vytvoria približne 509 GW plánovanej výpočtovej kapacity. Ekonóm Stijn van Nieuwerburgh však namietka, že z tejto plánovanej výpočtovej kapacity pravdepodobne 45 % nikdy nevznikne, čo implikuje hodnotu takmer 230 GW. Logika, ktorú ekonóm používa, spočíva v tom, že čím ďalej v budúcnosti projekt je, tým menšiu pravdepodobnosť úspešného dokončenia dostáva. Projektom realizovaným v roku 2026 pripisuje pravdepodobnosť dokončenia na úrovni 90 %, pričom každý rok klesá pravdepodobnosť o 5 percentuálnych bodov s tým rozdielom, že 25 % z 509 GW príde až po roku 2033. Zaujímavé pozorovanie, ktoré z toho vyplýva, je, že rozdiel medzi plánovaným a skutočne zrealizovateľným scenárom implikuje hodnotu investície na úrovni 10,3 bilióna USD. V tomto

prípade stojí 1 GW výpočtového výkonu takmer 34 miliárd USD. Tento odhad sedí aj s benchmarkom, ktorý používa spoločnosť Broadcom, podľa ktorej odhadov dosahuje hodnota fyzických čipov okolo 20 – 30 miliárd USD, avšak ekonóm používa vo svojich výpočtoch jednotku 41 miliárd USD/GW. Pri plánovanej realizácii 509 GW by sa kapitálové výdavky dostali na neuveriteľných 17,47 bilióna USD, čo je približne 50 % dnešného HDP USA.



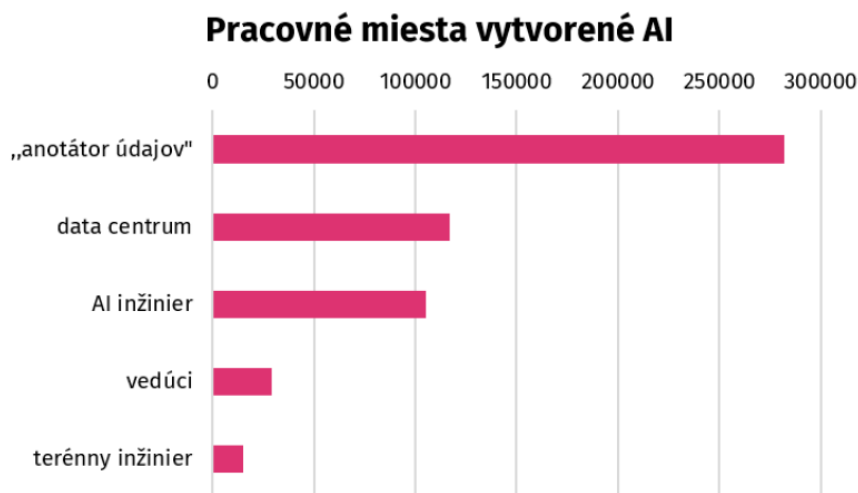
V súčasnosti sa v USA eviduje 141 projektov s kapacitou 90,9 GW. Z tejto hodnoty je v skutočnosti vo výstavbe 36,9 GW, 27,6 GW je v povoľovacom procese a zvyšných 16,5 GW zostáva v štádiu oznámenia. Čiastočne funkčných je približne 9,3 GW a v prevádzke je 300 MW. Tieto ambiciózne plány navyše narážajú na limity financovania a vytvárajú netransparentné štruktúry vo forme „samostatných právnych entít (SPV)“. Tieto entity kombinujú kapitál hyperscalerov a súkromný kapitál, pričom majetkový podiel a riziká s ním spojené priamo vznikajú hyperscalerovi. Príkladom môže byť dátové centrum spoločnosti Meta, Hyperion. V tomto dátovom centre drží spoločnosť Meta 20 % ekonomický podiel, pričom zvyšných 80 % drží súkromný kapitál, ktorý spoločnosti Meta projekt prenájíma. Podľa Ministerstva obchodu sa do júla 2026 vynaložilo na výstavbu dátových centier približne 37 miliárd USD na sezónne upravenej báze. Táto hodnota je o 9 miliárd USD vyššia ako za prvých 7 mesiacov minulého roka. Navyše štúdie centrálnej banky poukazujú na to, že prakticky celý rast kapitálových investícií verejne obchodovaných spoločností v USA pochádza z „AI-positive“ firiem. Investície ostatných spoločností dokonca mierne klesali, pričom rovnaký jav Fed našiel aj pri výskume a vývoji. V roku 2025 dosiahol rast fyzických kapitálových investícií „AI-positive“ spoločností približne 11 %, pričom 10 percentuálnych bodov z tohto rastu vytvorili najväčšie firmy. Pri výskume a vývoji vytvorili najväčšie spoločnosti 7 p. b. z celkového 8 % rastu. Zaujímavým rozdielom, ktorý z toho vzniká

oproti predošlým infraštruktúrnym investíciám z minulosti, je úzka koncentrácia investujúcich firiem. Zatiaľ čo v železničnej bubline existovalo do roku 1876 približne 811 spoločností, ktorých capex a rozsah investícií predstavoval 2,24 % HDP USA, v dot-com bubline existovalo v roku 1998 približne 1757 lokálnych operátorov, ktorý sa podielali na rozsahu investícií 1,1 % HDP. Následná kapitálová intenzita a potreba dosahovania úspor z rozsahu viedli ku konsolidácii v týchto odvetviach. Dnes stojí za investičným boomom, ktorý sa odhaduje na 3,63 % HDP približne 5 spoločností, čo je samo osebe výrazne koncentrované. Práve preto môže koncentrácia investícií medzi niekoľko hyperscalerov umožňovať výraznejšie úspory z rozsahu, zároveň však koncentruje investičné riziko do malej skupiny spoločností.



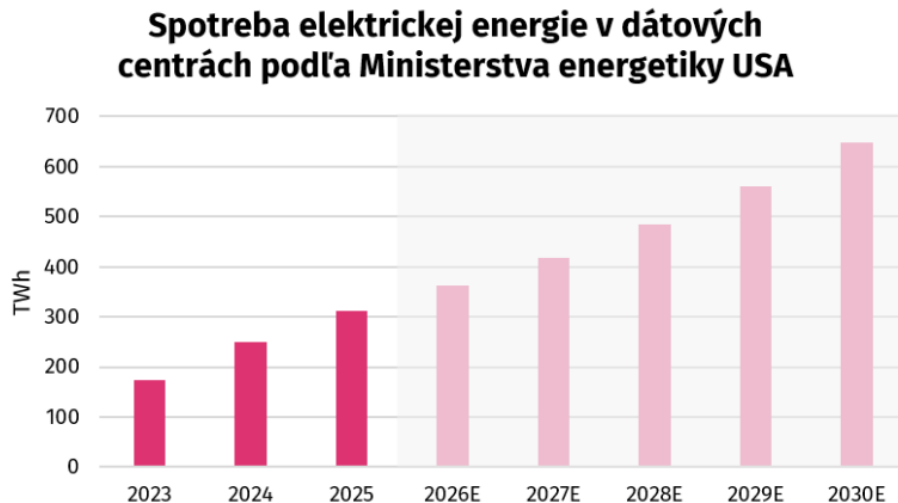
Výstavba dátových centier si začína pýtať aj cenu vyššej inflácie, ktorá sa naplno prejavuje na importovaných cenách počítačov, periférnych zariadení a polovodičov, ktoré medziročne vzrástli o 19,1 %. Globálne tržby spoločností poskytujúcich pamäte DRAM dosiahli v prvom štvrtroku 2026 úroveň 97 miliárd USD, čo znamená 80 % medzikvartálny rast a 260 % medziročný rast. Ceny HBM pamätí, ktoré sa využívajú v dátových centrách, pritom vzrástli o 121 % medziročne. Zaujímavým zistením je, že inflácia medzi rokmi 1870 – 1890, teda počas železničného boomu, dosahovala v priemere záporných 1,81 %, v prípade dot-com bubliny ide o kladných 2,43 % medzi rokmi 1995 – 2003. V súčasnosti sa inflácia v USA pohybuje nad úrovňou 3 %, avšak nedá sa priamo pripísať AI boomu, keďže sme svedkami ponukových šokov, ktoré zvyšujú ceny energií. V prípade pracovného trhu sa medzi rokmi 2023 – 2026 vytvorilo približne 750-tisíc pracovných miest úzko spojených s AI. Medzi najvyššie prírastky patrí „anotátor údajov“ s prírastkom 282-tisíc, pracovníci v „dátových centrách“ s prírastkom 117-tisíc a „AI inžinieri“, ktorí tvorili približne 105-tisíc. Navyše mediánový príjem podľa platformy LinkedIn

je na týchto pozíciách na úrovni 180-tisíc USD v porovnaní s 80-tisíc USD pri všetkých ostatných pracovných ponukách. Zamestnanosť sa takisto drží na pomerne silnej úrovni a miera nezamestnanosti dosahuje v súčasnosti 4,1 %, čo vytvára podobný stav ako pri železničnom boome a dot-com bubline, keď takisto pretrvával silný trh práce. Obe bubliny si následným splasnutím vyžiadali straty v podobe rastu nezamestnanosti, pričom v roku 1873 došlo k depresii a rastu nezamestnanosti, ktorý dosiahol vrchol v roku 1878 na úrovni 8,25 %. Pokiaľ ide o dot-com bublinu, trh práce dosiahol najnižšiu úroveň nezamestnanosti v novembri 2000 na úrovni 3,9 %, zatiaľ čo maximum dosiahol v roku 2003 na úrovni 6,3 %. Obe bubliny spája relatívne silný trh práce až do momentu splasnutia bubliny. Akciové trhy počas týchto splasnutí odpísali v prípade indexu železníc 41 % medzi rokmi 1872 – 1877, pričom železnice tvorili vtedy takmer 2/3 celého akciového trhu. V prípade dot-com bubliny si index Nasdaq pripísal pokles o 78 % medzi rokmi 2000 – 2002. Dnešný akciový trh benefituje zo silných firemných ziskov, ktoré od spustenia ChatGPT v novembri 2022 narástli kumulatívne o 37,5 % v prípade celej korporátnej Ameriky. Silný rast ziskov zaznamenávajú najmä firmy sústreďujúce sa na AI výstavbu. Tento fakt má za následok, že akciový index S&P 500 vzrástol od novembra 2022 o takmer 100 %.



Capex, ktorý sa podieľa na budovaní AI infraštruktúry, dnes dosahuje 800 miliárd USD a kumulatívne sa má do roku 2032 blížiť k viac ako 10 biliónom USD. Ako spomíname, podieľa sa na ňom len úzka skupina spoločností, ktoré sa označujú ako hyperscaleri. Hyperscaleri emitovali v roku 2026 podľa banky Goldman Sachs približne 260 miliárd USD dlhu. V roku 2027 by podľa tejto banky malo dôjsť k zvýšeniu o 60 % na 420 miliárd USD. Skôr v tomto článku sme uvádzali, že ak by tempo rastu operatívnej hotovosti tvorilo 20 % ročne, potreba externého financovania by bola minimálna. Rastúca potreba externého financovania ukazuje, že tempo investícií začína

predbiehať schopnosť hyperscalerov financovať celý investičný cyklus iba z aktuálnej prevádzkovej hotovosti. Samotná emisia dlhu však nehovorí nič o budúcej ekonomickej návratnosti AI infraštruktúry. Pre porovnanie, počas vrcholu internetového investičného cyklu výrazne zrýchlila americká produktivita práce. Medzi rokmi 1998 a 2005 rástol výstup na odpracovanú hodinu v americkom „nonfarm business“ sektore priemerne o 3,3 % ročne, výrazne nad dlhodobým priemerom približne 2,1 %. Rast produktivity pritom pokračoval aj po prasknutí dot-com bubliny. V roku 2002 dosiahol 4,3 % a v roku 2003 3,8 %. Rast produktivity práce však automaticky neznamenal vysokú produktivitu investovaného kapitálu. Počas rokov 1996 až 2002 klesal výstup na jednotku kapitálu prakticky každý rok. V roku 2000 o 1,7 %, v roku 2001 o 3,9 % a v roku 2002 o ďalších 1,6 %. Internetová revolúcia tak dokázala súčasne zvyšovať produktivitu pracovníkov a znižovať produktivitu kapitálu, keďže investície do technologickej infraštruktúry rástli ešte rýchlejšie než ekonomický output. Práve tento rozdiel bude rozhodujúci aj pri AI. Americká produktivita práce od štvrtého kvartálu 2019 do druhého kvartálu 2026 rástla priemerne o 2,1 % ročne, teda približne rovnakým tempom ako jej dlhodobý priemer od roku 1947. Výstup na jednotku kapitálu pritom v roku 2025 zaznamenal -0,1 %. Napriek prudkému rastu investícií do AI infraštruktúry preto zatiaľ v agregátnych dátach nevidíme zrýchlenie produktivity porovnateľné s druhou polovicou internetového boomu.



Jedným z posledných limitov AI infraštruktúry na rozdiel od predchádzajúcich boomov môže byť potreba elektrickej energie. V roku 2025 spotrebovali dátové centrá v USA približne 312,6 TWh, čo predstavuje 7 % celkovej americkej spotreby elektriny. Výsledok 7 % však neznamená samotné dátové centrum, ale len servery v dátových centrách. Konečný výsledok pri započítaní chladenia a ventilácie bude vyšší. Ministerstvo energetiky pritom počíta s tým, že v roku 2030

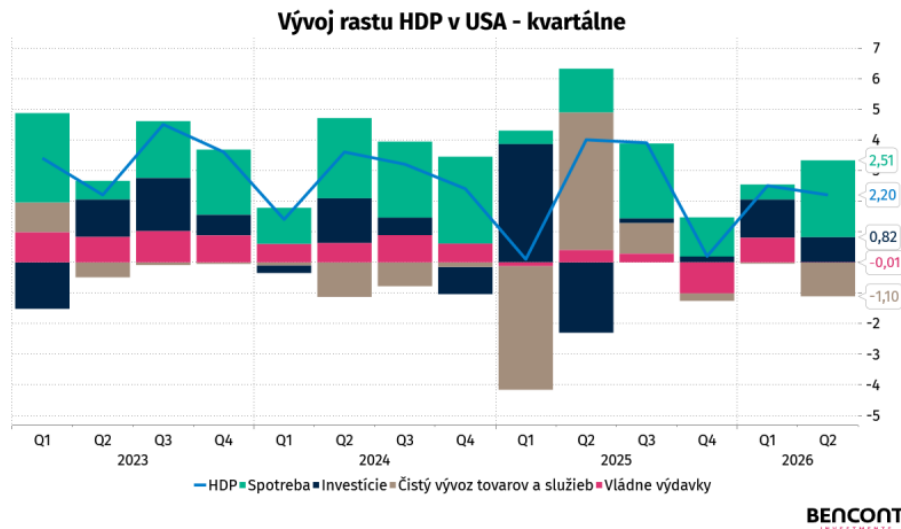
dosiahne táto spotreba 11,8 % z celkovej spotreby a bude v pásme medzi 521 TWh a 843 TWh. Toto pásmo teda implikuje podiel na celkovej spotrebe medzi 9,5 % a 15,3 %. V súčasnosti má zemný plyn približne 40 % podiel na tvorbe elektrickej energie pre dátové centrá, pričom obnoviteľné zdroje majú 24 %, atómové elektrárne 20 % a uhlie 15 %. Využívanie fosílnych palív na tvorbu elektrickej energie si berie aj daň v podobe rastu emisií CO₂, ktoré narástli z približne 120 Mt CO₂ v roku 2020 na takmer 240 Mt CO₂ v roku 2026 podľa projekcie IEA (Medzinárodná agentúra pre energiu). Otázkou preto zostáva, či bude tempo budovania energetickej infraštruktúry schopné držať krok s rastom datacentrovej kapacity. Práve fyzické obmedzenia spolu s dostupnosťou kapitálu môžu nakoniec rozhodnúť o tom, aká časť dnes plánovanej AI infraštruktúry bude skutočne vybudovaná. AI pritom nemusí technologicky zlyhať na to, aby sa dnešné investičné očakávania ukázali ako príliš optimistické. Železnice aj internet zásadne zmenili fungovanie ekonomiky, napriek tomu ich investičné cykly sprevádzala nadmerná výstavba kapacity a následné straty investorov. Rozhodujúcou otázkou preto bude, či produktivita a príjmy vytvorené AI porastú dostatočne rýchlo na to, aby ekonomicky využili infraštruktúru, ktorá sa dnes buduje. (mš)

Rast amerického HDP prekonal očakávania trhu

Tretí odhad rastu HDP preukázal výraznejšie tempo rastu, než sa predpokladalo v predchádzajúcich dvoch odhadoch. Oproti pôvodne vykázanému rastu ekonomiky na úrovni 1,5 % sa rast zvýšil o 0,7 p. b. na 2,2 % medziročne v 2Q 2026.

Najvýraznejším ťahúňom ekonomickej aktivity v USA bola spotreba domácností, ktorá prispela k rastu HDP viac ako 2,51 %, pričom v prvých odhadoch sa jej príspevok pohyboval len na úrovni 2,1 %. Výraznejšie rástli aj investície, ktorých príspevok sa zvýšil z 0,5 % na 0,82 %. V rámci spotreby bola najvýznamnejšia spotreba zdravotníckych služieb domácnosťami, ktorá prispela k rastu HDP až 0,79 %, pričom celý sektor služieb pridal 1,57 %. Pri investíciách boli kľúčovým faktorom investície do nerezidenčných stavieb. Tie podporovala najmä rozsiahla výstavba dátových centier pre AI, spolu s komerčnou výstavbou a investíciami v zdravotníckom sektore.

Vládne výdavky nepriniesli výraznejšiu zmenu a ich celkový príspevok prakticky stagnoval na úrovni -0,01 %. Hoci bol zaznamenaný rast výdavkov na obranu vo výške 0,19 %, tento pozitívny efekt vykompenzovalo znižovanie výdavkov v ostatných oblastiach federálnej vlády. V oblasti zahraničného obchodu čistý export opäť pôsobil negatívne na rast HDP, keď ho znižoval o 1,1 p.b. . Najvýraznejšie sa na tom podieľal pretrvávajúci vysoký dovoz tovarov, ktorý prispel k poklesu HDP na úrovni -1,59 %, pričom negatívny vplyv mal aj pokles exportu služieb, ktorý dosiahol -0,13 %.



Z pohľadu sektorov zaznamenali súkromné odvetvia produkujúce služby nárast reálnej pridanej hodnoty o 2,5 %, zatiaľ čo odvetvia produkujúce tovary vzrástli o 2,3 %. Verejný sektor vrátane vládnych aktivít prispel k rastu len minimálne, na úrovni menej ako 0,1 %. Hlavnými lídrami rastu boli sektor nehnuteľností, prenájmu a lízingu, ako aj informačné a komunikačné technológie, ktoré k rastu prispeli v rozmedzí 0,52 až 0,57 p. b. Naopak, sektory maloobchodu, dopravy a skladovania pôsobili negatívne a znížili rast o 0,27 až 0,37 p. b.

Masívne kapitálové výdavky technologických gigantov na budovanie infraštruktúry pre AI naďalej udržiavajú vysokú aktivitu v sektore informačných technológií. Naopak, v maloobchode a doprave sa prejavuje oslabenie spotrebiteľskej dôvery, ktorá klesla na 12-ročné minimum.

Celoročná projekcia rastu ekonomiky sa tak naďalej opiera o prognózu na úrovni 2,5 %, čo by predstavovalo zrýchlenie o 0,2 p. b. oproti minulému roku. Takýto výsledok by znamenal solídny výkon ekonomiky, najmä vzhľadom na pretrvávajúce nepriaznivé faktory na strane ponuky v podobe obchodných konfliktov a geopolitického napätia. Bez prítomnosti týchto šokov by mohol celoročný rast dosiahnuť úroveň približne 3 % pri súčasne nižšej inflácii. Práve pretrvávajúci a odolný rast ekonomiky poskytuje Fed-u priestor na pokračovanie v reštriktívnej menovej politike v reakcii na rastúce inflačné očakávania. (mmm)

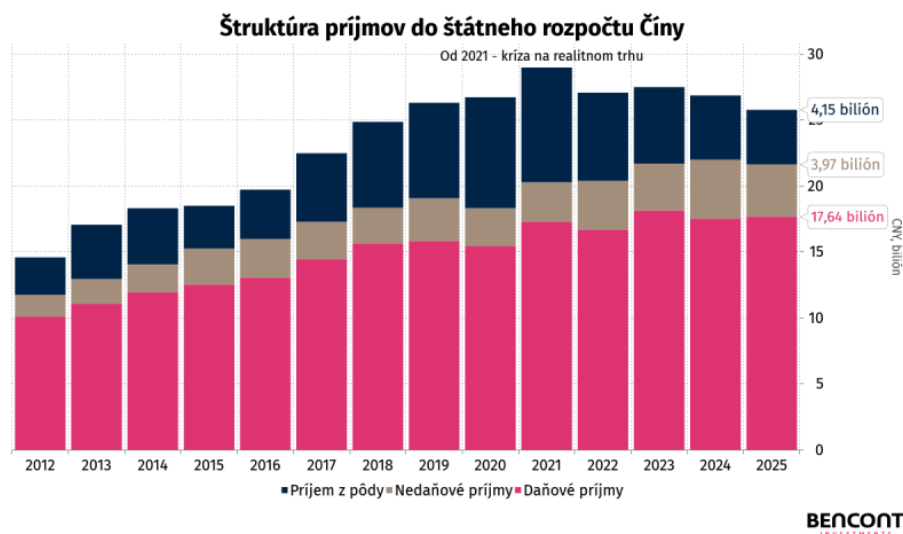
Čína loví milionárov

Čínska ekonomika prechádza štrukturálnou transformáciou fiškálneho modelu. Výpadok tradičných príjmov zo sektora nehnuteľností prinútil Peking prejsť od pasívneho dohľadu k prísnejšiemu vymáhaniu daňových povinností svojich rezidentov. Najvýraznejší prepád zaznamenali príjmy z predaja pôdy po roku 2021, keď sa naplno rozvinula realitná kríza v Číne.

Bližšie sme o realitnej kríze písali v [BWR11](#). Predaj práv na užívanie pôdy historicky generoval pre samosprávy viac ako 1,1 bil. USD ročne, avšak odvtedy tieto príjmy výrazne klesajú. Po medziročnom poklese o 14,7 % v roku 2025 sa výnos z predaja pôdy v období január až august 2026 prepadol o ďalších 28,6 % medziročne, čím sa tieto príjmy dostali na úroveň roka 2016. To sa prejavilo aj na poklese celkových príjmov verejných financií, ktoré klesli na približne 18 % HDP z predchádzajúcich 25 % HDP.

Štátna daňová správa sa preto začala intenzívnejšie zameriavať na bohatšiu vrstvu obyvateľstva. Vytvára špecializované tímy zložené z vládnych úradníkov, daňových inšpektorov a regulátorov. Tieto tímy sa zameriavajú na jednotlivých milionárov s cieľom obmedziť daňovú optimalizáciu prostredníctvom poradenských spoločností. Podľa nových pravidiel z 24. júla 2026 podlieha prevod majetku do zahraničných trustov 20 % dani z kapitálových ziskov, pričom rovnaká sadzba sa uplatňuje aj na príjmy a výnosy generované týmito trustmi. Úrady takisto začali vo veľkom rozosielať výzvy na preverenie daňových povinností a vykonávať audity minulých príjmov podnikateľov vrátane ziskov z obchodovania na zahraničných akciových trhoch.

Čína tak spustila rozsiahlu kampaň zameranú na najbohatších daňovníkov, ktorou sa snaží kompenzovať stratu príjmov z predaja pôdy spôsobenú pretrvávajúcou krízou v sektore nehnuteľností.

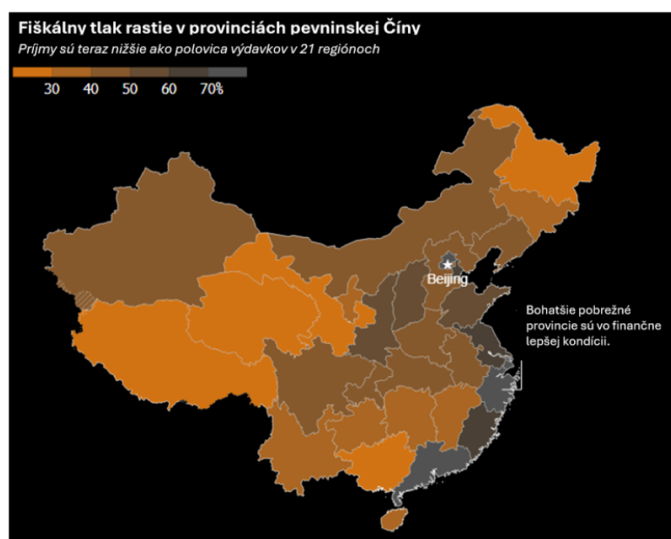


Fiškálna nerovnováha v Číne nadobúda kritické rozmery. V 21 čínskych regiónoch pokrývajú bežné rozpočtové príjmy menej ako 50 % celkových výdavkov. Najviac zasiahnuté sú chudobnejšie regióny na západe a severe krajiny, zatiaľ čo bohatšie oblasti, ako Šanghaj a Peking, si dokázali udržať podiel príjmov na výdavkoch na úrovni presahujúcej 70 %.

Kým rozpočtové príjmy v pomere k HDP klesali, výdavky zostali stabilné na úrovni približne 29 % HDP.

Celkový rozpočtový deficit ústrednej a miestnych vlád dosiahol 1,9 bil. USD. V niektorých mestách centrálnej Číny (napr. v provincii Henan) viedol nedostatok finančných prostriedkov k situácii, keď miestne samosprávy nedokázali vyplácať mzdy svojim zamestnancom a úradníkom počas obdobia až jedného roka. S cieľom zabezpečiť stabilný prísun daňových príjmov do regionálnych rozpočtov v nasledujúcich rokoch ponúkajú miestni úradníci neoficiálnu možnosť rozložiť vysoké jednorazové daňové nedoplatky na obdobie piatich rokov.

Podiel vlastných príjmov na celkových verejných výdavkoch v jednotlivých provinciách Číny v roku 2026:



Zdroj: Bloomberg

Vzhľadom na absenciu štandardizovaného mechanizmu spätného výberu daní prebiehajú medzi úradníkmi a daňovníkmi individuálne rokovania. Podnikatelia pritom využívajú rivalitu medzi jednotlivými mestami. Napríklad väčšinový akcionár spoločnosti v regióne Kuang-čou, ktorému bola vymieraná daň vo výške 100 mil. CNY (približne 15 mil. USD), pohrozil presunom firmy do Šanghaja. V dôsledku toho miestni úradníci znížili daňový výmer na 5 mil. CNY.

Regionálna daňová politika zároveň striktné rozlišuje medzi veľkým a malým kapitálom. Kým 10 tis. najväčších daňovníkov generuje približne 50 % celkových daňových príjmov a jeden milión

najväčších subjektov až 90 %, malé a mikropodniky s mesačným obratom do 100 tis. CNY (14,8 tis. USD) sú oslobodené od DPH a podliehajú efektívnej sadzbe dane z príjmov právnických osôb vo výške iba 5 %. Miestne samosprávy sa tak snažia chrániť zamestnanosť a podporovať drobné podnikanie v jednotlivých regiónoch.

Odhady dodatočných príjmov z týchto opatrení sa výrazne líšia. V najoptimistickejších scenároch by výber daní mohol dosiahnuť až 100 mld. USD. Odhady daňových právnikov sú však podstatne konzervatívnejšie a predpokladajú, že tieto opatrenia prinesú najviac 15 až 25 mld. USD. Aj takýto výnos by však predstavoval len čiastočnú a nedostatočnú kompenzáciu strát, ktoré Čína utrpela v dôsledku prudkého poklesu príjmov z predaja pôdy. (mmm)

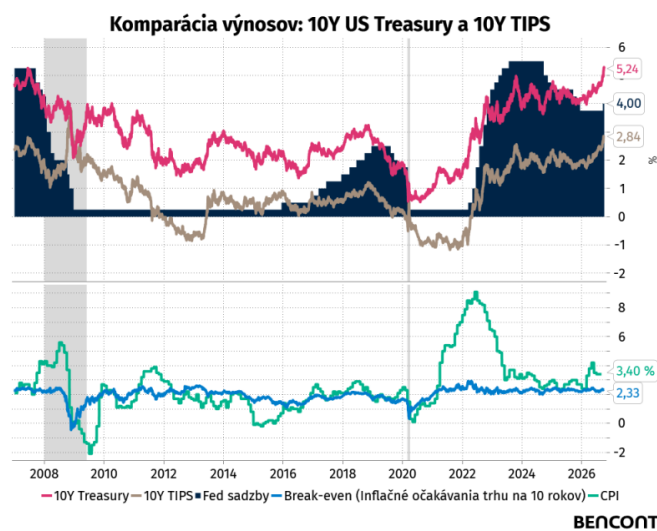
Návrat reálnych výnosov do éry drahých peňazí

Geopolitické šoky, ktoré výrazne formujú svetovú ekonomiku, zvyšujú atraktivitu štátnych dlhopisov a hlavne dlhopisov chránených proti inflácii (TIPS). Klasický americký dlhopis (Treasury) síce investorovi garantuje vyšší pravidelný kupón, no v období vysokej inflácie klesá reálna hodnota jeho peňažných tokov. Tento pokles je dôležitejší najmä pri istine, ktorá tvorí podstatnú časť celkovej výplaty a pri splatnosti zostáva pevná, než pri priebežne vyplácaných úrokoch. Pri TIPS je fixná iba kupónová úroková sadzba, zatiaľ čo ich samotná istina sa pravidelne navyšuje o infláciu podľa indexu spotrebiteľských cien (CPI). Keďže sa úrok počíta z tejto neustále rastúcej istiny, priebežne stúpa aj hodnota vyplácaných kupónov. Ak reálna inflácia prekoná trhové očakávania (breakeven), výsledný balík peňazí z navýšenej istiny na konci splatnosti TIPS kompletne prekoná vyššie kupóny klasického dlhopisu, čím investorovi ochráni kúpnu silu peňazí.

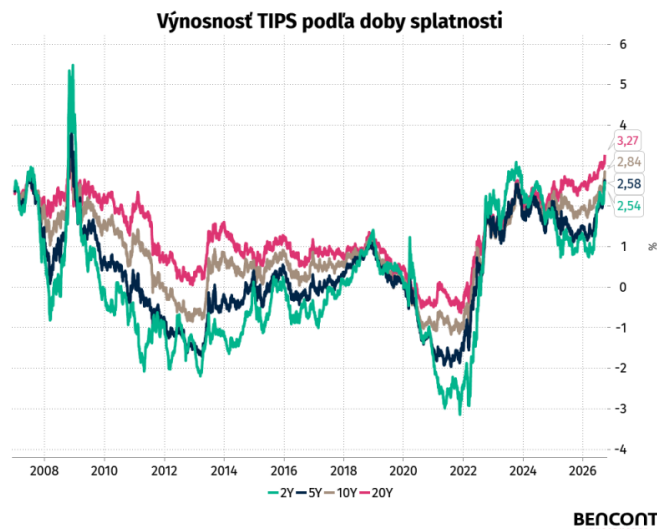
Druh dlhopisu	5Y Treasury (Sadzba 5,00 %)	5Y TIPS (Sadzba 2,50 % + 4% inflácia)
Investícia	10000 USD	10000 USD
1. polročný kupón	250,00 USD	127,50 USD
5. polročný kupón	250,00 USD	138,01 USD
10. polročný kupón	250,00 USD	152,37 USD
Vrátená istina po 5 rokoch	10 000,00 USD	12189,94 USD
Celkovo vyplatené kupóny	2 500,00 USD	1396,09 USD
Cashflow	12 500,00 USD	13586,03 USD

Nominálny výnos desaťročného Treasury aktuálne dosahuje 5,24 %, zatiaľ čo desaťročný TIPS ponúka reálny výnos 2,84 %. Rozdiel v týchto výnosoch však vyjadruje breakeven, teda priemernú infláciu, pri ktorej by investor dosiahol približne rovnaký výnos z TIPS ako

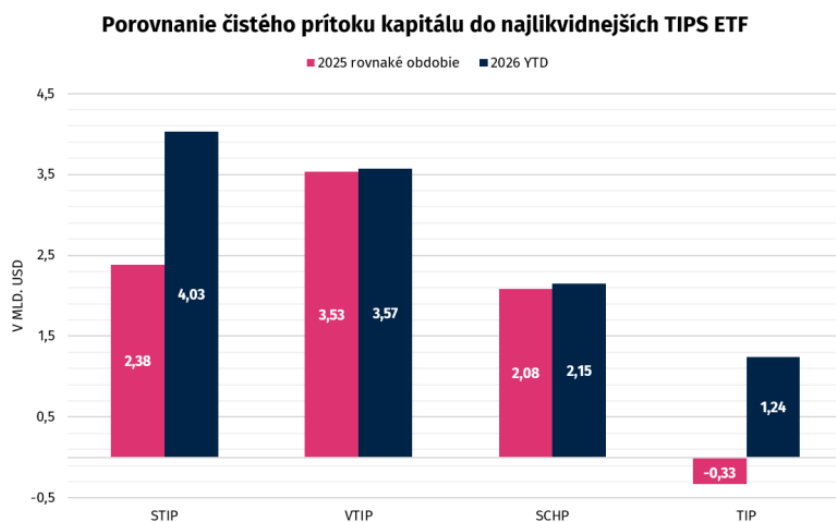
z klasického dlhopisu. Po zohľadnení prémie za nižšiu likviditu sa breakeven na najbližších desať rokov pohybuje približne na úrovni 2,33 % až 2,35 %. Ak bude priemerná inflácia vyššia než táto hranica, výhodnejší bude TIPS, ak bude nižšia, lepšie zhodnotenie prinesie klasický Treasury. Pri súčasnom CPI na úrovni 3,4 % a breakevene okolo 2,33 % tak TIPS predstavujú vhodnejšiu voľbu pre investora, ktorý očakáva pretrvávajúcu alebo opätovne rastúcu infláciu a chce si chrániť reálnu hodnotu kapitálu, zatiaľ čo klasický dlhopis je vhodnejší pri presvedčení, že inflácia klesne pod úroveň breakevenu. Od konca roka 2022 sa breakeven drží v stabilnom pásme 2,2 % až 2,4 %, hoci CPI v roku 2022 medziročne vzrástol až na 8 – 9 %. Jeho stabilita aj počas konfliktu na Blízkom východe naznačuje, že trh aktuálny rast cien vníma skôr ako prechodný a neočakáva vymknutie inflácie spod kontroly.



Počas sledovaného geopolitického šoku vzrástli reálne výnosy TIPS pri všetkých splatnostiach, najvýraznejšie však na krátkom konci krivky. Od konca roka 2025 sa výnos 2-ročných TIPS zvýšil z 1,31 % na 2,54 %, teda o 1,23 percentuálneho bodu, a výnos 5-ročných TIPS o 1,07 p. b. na 2,58 %. Výnos 10-ročných TIPS vzrástol z 1,99 % na 2,84 %, čiže o 0,85 p. b., a výnos 20-ročných TIPS o 0,71 p. b. na 3,27 %. Geopolitické napätie na Blízkom východe a komoditný šok zrýchlili infláciu, na ktorú reagoval Fed rastom základnej sadzby (3,75 – 4 %) a trh však očakáva, že sadzby zotrávajú na vyšších úrovniach dlhšie. V dôsledku toho rástli výnosy dlhopisov s krátkou splatnosťou podstatne rýchlejšie. Krátkodobé dlhopisy totiž reagujú na aktuálne a očakávané zmeny menovej politiky centrálnej banky oveľa citlivejšie než tie dlhodobé.



Pri pohľade na sekundárny trh sa potvrdzuje zvýšený záujem investorov o burzovo obchodovateľné fondy (ETF) kopírujúce TIPS. V sledovanom období z rokov 2025 a 2026 sme zaznamenali nominálny nárast kapitálu pri všetkých štyroch najlikvidnejších fondoch. Kumulatívne prilákali čistý prítok približne 11 mld. USD čo je o 3,3 mld. USD viac ako v období roku 2025. Najdominantnejší prírastok zaznamenal fond s tickerom STIP od spoločnosti BlackRock pod značkou iShares. Fond je zameraný na TIPS so splatnosťou 0 až 5 rokov, ktorého čistý prítok medzi obdobiami vyskočil o 1,65 mld. USD (z 2,38 mld. USD na 4,03 mld. USD). Naopak, konkurenčný, štrukturálne identický ETF s najväčšou trhovou kapitalizáciou (20,8 mld. USD) VTIP od Vanguardu za sledované obdobie rástol výrazne pomalšie. Tento masívny zvrät v prospech STIP spôsobilo zníženie jeho poplatku na 0,03 % p.a., čím vymazal nákladovú výhodu Vanguardu. Ishares zároveň ťažil zo zaradenia do globálnych modelových portfólií správcov majetku a z opticky vyššieho vykazovaného dividendového výnosu (4,9 % - 5,4 % oproti ~ 4,2 % pri VTIP).



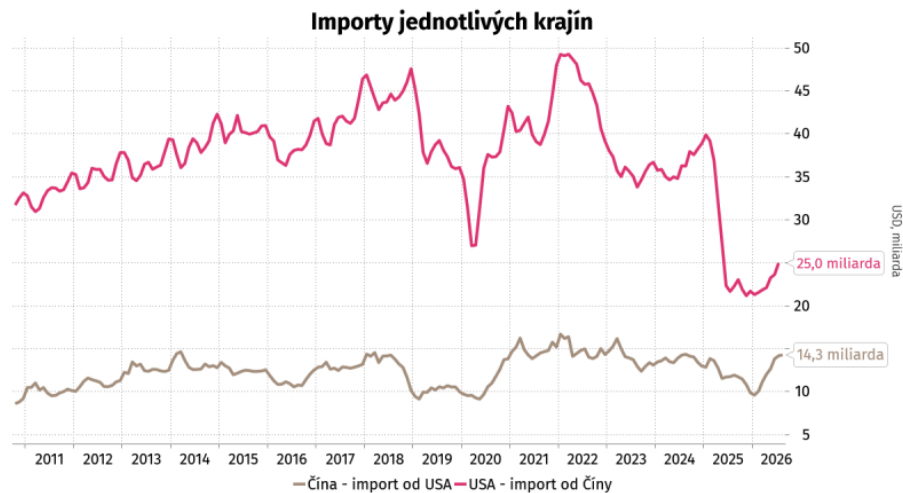
Výnos 10-ročných Treasuries prekročil 5,3 %, čím dosiahol najvyššiu úroveň od roku 2002. Hoci vtedy Fed držal sadzby nízko (okolo 1,75 %) po prasknutí dot-com bubliny, trh s predstihom očakával, že stimuly naštartujú ekonomiku a úroky opäť výrazne vzrastú. Tlak na výnosy vtedy zosilnil aj pád amerického rozpočtu do deficitu 1,5 % HDP. Dnes je sadzba 3,75 – 4,00 %, výnos ju prevyšuje o 1,4 p. b. a k rastu ekonomiky sa pridáva zvýšené CPI, masívne vládne dlhy a dopyt AI sektora po financovaní. Deficit USA má v roku 2026 dosiahnuť 5,8 % HDP a verejný dlh 101 % HDP, pričom do roku 2036 má vzrásť na 120 % HDP. Rekordne si požičiavajú aj ostatné krajiny OECD (17 bil. USD v roku 2025), čo spolu s indexáciou TIPS pri objeme 2,1 bil. USD (kde 1 % inflácie zvyšuje záväzky o 21 mld. USD) výrazne mení trhové prostredie. Z pohľadu toku kapitálu do TIPS ETF je zrejmé, že trh vidí vyššiu atraktivitu v TIPS, čo signalizuje očakávanie vyššej úrovne inflácie po dlhšiu dobu. Aktuálna geopolitická situácia sa však mení zo dňa na deň a v prípade, že by sa konflikt nečakane skončil a inflácia by klesla, pre investora by boli naopak výnosnejšie klasické Treasury. (lg)

Čínsko-americká obchodná dohoda za 60 mld. USD

V dňoch 23. až 25. septembra 2026 sa vo Washingtone uskutočnila oficiálna štátna návšteva čínskeho prezidenta Si Ťin-pchinga v USA, čím išlo o prvú oficiálnu štátnu návštevu čínskej hlavy štátu v USA od roku 2015. Rokovania prebiehali na pozadí celkovej bilaterálnej obchodnej výmeny tovarov vo výške 415 mld. USD v roku 2025. Hoci sa obchodný deficit USA voči Číne od nástupu druhej administratívy prezidenta Donalda Trumpa znížil o viac ako 50 %, naďalej predstavuje významnú štrukturálnu nerovnováhu na úrovni približne 200 mld. USD.

Najvýraznejším dôsledkom zhoršenia obchodných vzťahov bolo zavedenie recipročných ciel začiatkom roka 2025. V niektorých prípadoch dosahovalo colné zaťaženie dovážaných tovarov viac ako 100 %. Následne boli tieto sadzby znížené na úroveň presahujúcu 30 %, čo prispelo k čiastočnému oživeniu vzájomného obchodu medzi oboma krajinami.

Obe veľmoci sa dohodli na znížení ciel na tovary v objeme 30 mld. USD z každej strany, teda celkovo na 60 mld. USD. Približne 90 % dotknutých položiek získa colný režim podľa doložky najvyšších výhod. Úľavy zo strany USA sa týkajú najmä spotrebného tovaru s nižšou pridanou hodnotou, ako sú malé domáce spotrebiče, hračky (s hodnotou dovozu približne 13,4 mld. USD), detské autosedačky, pyrotechnika a vianočné dekorácie. Na druhej strane sa čínske colné úľavy vzťahujú na dovoz amerických poľnohospodárskych komodít, vrátane kukurice a pšenice, ďalej dreva, kozmetiky a zdravotníckych pomôcok. Tento krok otvára čínsky trh pre približne 30 % celkového exportu USA do Číny.



BENCONT
INVESTMENTS



BENCONT
INVESTMENTS

Trvanie dočasného colného prímeria sa predĺžilo o dva mesiace, pričom nový termín jeho vypršania sa posunul z 10. novembra 2026 na 10. januára 2027.

Čína zároveň potvrdila záväzok nakupovať americké poľnohospodárske produkty v hodnote 17 mld. USD ročne v období rokov 2026 až 2028. V energetickom sektore súhlasila s dovozom minimálne 10 mil. ton amerického uhlia ročne v rokoch 2027 a 2028, čo predstavuje približne 2 % celkového ročného dovozu uhlia do krajiny. Ropa a LNG boli z dohody vynechané.

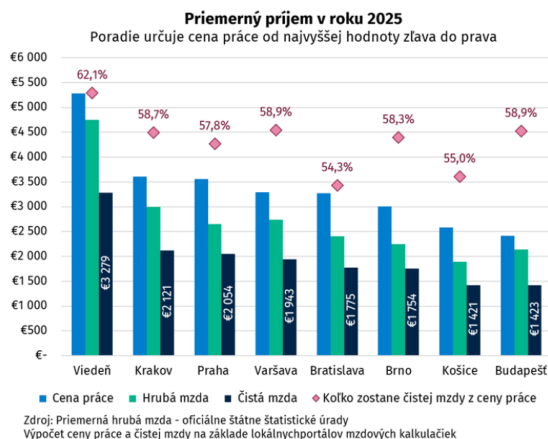
Obe krajiny sa snažia o deeskaláciu obchodnej vojny. USA sa usilujú zmierniť očakávané inflačné tlaky na dovážané tovary prostredníctvom nižších ciel a zároveň čiastočne stabilizovať situáciu na dlhopisových trhoch, kde výnos 10-ročných štátnych dlhopisov v poslednom období výrazne vzrástol a dosiahol približne 5,3 %. Čína bola takisto nútená ustúpiť z colnej konfrontácie, keďže jej ekonomiku dodatočne zaťažuje dlhodobé obmedzenie dopravy cez Hormuzský prieliv. Hoci hodnota tejto dohody predstavuje len približne 14,5 % celkového objemu obchodnej výmeny medzi oboma krajinami, ide o pozitívny krok smerom k otvorenejším obchodným vzťahom. (mmm)

Dostupnosť nájomného bývania v stredoeurópskych veľkomestách

Pre vzdelaných Slovákov s odbornou špecializáciou a znalosťou cudzieho jazyka už pracovný trh dávno nekončí na hraniciach krajiny. Viedeň, Praha, Varšava, Krakov, Brno či Budapešť ponúkajú širší výber pracovných príležitostí a v mnohých prípadoch aj vyššie mzdy než Bratislava alebo Košice. Samotná výška výplaty však ešte neurčuje, kde sa žije ekonomicky výhodnejšie. Výraznú časť rozdielu medzi mestami dokážu zmazať náklady na bývanie. Vyšší čistý príjem môže po zaplatení nájmu stratiť veľkú časť svojej výhody.

Pri porovnávaní miezd medzi mestami je z pohľadu trhu práce vhodnejšie sledovať cenu práce než samotnú hrubú mzdu. Tá predstavuje celkový náklad, ktorý musí zamestnávateľ vynaložiť na zamestnanca. Východiskom porovnania sú priemerné hrubé mzdy za rok 2025 z oficiálnych štatistických úradov jednotlivých krajín, pričom cena práce a čistá mzda je odvodená zo mzdových kalkulačiek pre danú krajinu. Jednoznačne najvyššiu cenu práce má Viedeň, kde pri priemernej hrubej mzde 4 750 eur dosahujú celkové mesačné náklady zamestnávateľa 5 284 eur. Na opačnom konci sa nachádza Budapešť s cenou práce 2 418 eur a hrubou mzdou 2 140 eur.

V Bratislave dosahuje priemerná hrubá mzda 2 401 eur, no zamestnávateľa takýto pracovník stojí približne 3 270 eur mesačne. Cenou práce je tak Bratislava takmer na úrovni Varšavy, kde náklady dosahujú 3 296 eur. S čistou mzdou 1 775 eur však zaostáva za Varšavou o 167 eur a približuje sa skôr k Brnu, kde je ale pracovník lacnejší pre firmu o vyše 260 eur mesačne. V Košiciach predstavuje priemerná cena práce 2 582 eur, čím prevyšuje Budapešť s cenou práce 2 418 eur o vyše 150 eur. Čistá mzda v týchto mestách je však takmer zhodná s úrovňou 1420 eur.



Daňo-odvodové zaťaženie zo závislej činnosti je stredoeurópskom regióne najvyššie. Zamestnancom v Bratislave alebo Košiciach s priemernou mzdou sa dostalo do čistej mzdy len okolo 55 % z toho, čo stála ich práca. Na opačnom spektre je Viedeň, kde majú zamestnanci nie len najvyššiu čistú mzdu, ale aj najnižšie daňovo odvodové zaťaženie. V roku 2025 odvádzal štandardný zamestnávateľ na Slovensku 36,2 % nad rámec hrubej mzdy na sociálne poistenie (25,2 %) a na zdravotné poistenie (11 %). Vysoký rozdiel medzi hrubou mzdou a cenou práce zvyšuje náklady na vytvorenie pracovného miesta bez toho, aby sa rovnaká suma premietla do čistého príjmu zamestnanca. Pre medzinárodné firmy, ktoré porovnávajú krajiny pri umiestňovaní novej pobočky či pracovných miest, tak môže vyššie odvodové zaťaženie znižovať nákladovú konkurencieschopnosť Slovenska. Samotná cena práce je však jedným z viacerých faktorov ako produktivita, dostupnosť kvalifikovaných pracovníkov, infraštruktúra či celkové podnikateľské prostredie.

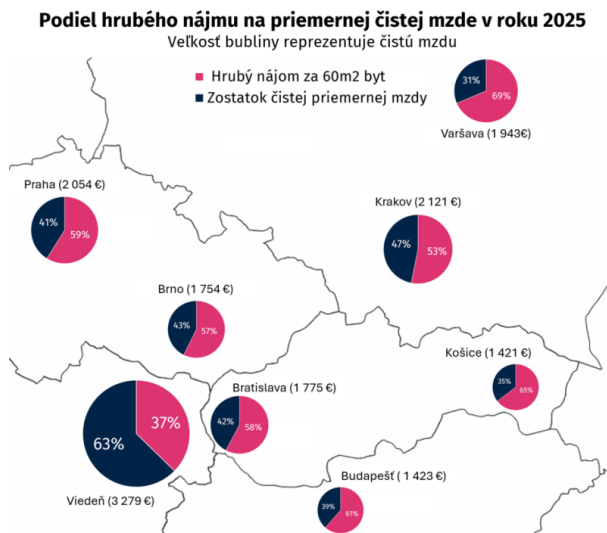
Pri modelovom 60 m² byte sú najvyššie náklady na bývanie vo Varšave, kde hrubý mesačný nájom dosahuje 1 333 eur, nasledovanej Viedňou s 1 224 eurami a Prahou s 1 209 eurami. Najlacnejšia je Budapešť s nájomom 875 eur, po nej Košice s 918 eurami. Bratislava sa s 1 026 eurami nachádza veľmi blízko Brna, kde rovnaký byt stojí približne 1 006 eur. Údaje za rok 2025 vychádzajú z ponúk lokálnych realitných portálov v jednotlivých mestách.

Priemerný hrubý nájom bytu v roku 2025								
Mesto	Viedeň	Krakov	Praha	Varšava	Bratislava	Brno	Košice	Budapešť
m2	20,40 €	18,80 €	20,16 €	22,22 €	17,10 €	16,76 €	15,30 €	14,58 €
60m2	1 224,00 €	1 127,91 €	1 209,31 €	1 333,11 €	1 026,00 €	1 005,82 €	918,00 €	874,94 €
Zdroje: rentier.io, nevomitomat.cz, ingatlan.com, internationalinvestment.biz								

Viedeň je pritom špecifickým prípadom, pretože jej nájomný trh je ostro rozdelený medzi masívne dotovaný mestský sektor s priemernou cenou okolo 6,50 €/m² a otvorený komerčný trh. Veľký podiel regulovaného a dotovaného bývania stláča celomestský štatistický priemer približne na 10,20 až 10,80 €/m², čo však nemusí zodpovedať situácii človeka, ktorý do Viedne prichádza za prácou. Slováci, ktorí do mesta dochádzajú alebo sa tam len sťahujú, na dotované bývanie spravidla nedosiahnu okamžite. Nový pracovník je preto odkázaný najmä na súkromný trh, kde nový čistý nájom dosahuje približne 15,80 €/m² a ponukové ceny vrátane prevádzkových nákladov sa pohybujú až okolo 20,40 €/m².

Poľsko sa od širšieho európskeho trendu odlišuje výraznou suburbanizáciou. Kým v EÚ medzi rokmi 2011 a 2021 rástla populácia miest o 2,7 % a vidiek klesol o 2,2 %, v Poľsku rastú najmä prímestské a vidiecke obce v dochádzkovej vzdialenosti, nie odľahlé vidiek. V roku 2024 sa

z miest na vidiek presťahovalo 144,4 tisíc ľudí, opačným smerom 101,9 tisíc. OECD tento jav spája s nedostatkom dostupného bývania v mestských jadrách, lacnejšou pôdou a rozšíreným dochádzaním. Domácnosti zároveň čelia drahej elektrine, čo predražuje aj hrubé nájomné na m2.



Rozdiely medzi mestami sa naplno ukážu až vtedy, keď od čistej mzdy odpočítame nájomné za modelový 60 m² byt. Praha, Brno, Bratislava a Budapešť tvoria pomerne vyrovnanú skupinu. Nájom tu pohltí približne 57 až 62 % priemernej čistej mzdy, pričom v Bratislave zostáva po jeho zaplatení 749 eur a v Brne prakticky rovnakých 748 eur. Praha ponúka vyšší zostatok 845 eur, zatiaľ čo Budapešť 548 eur. Najnapätejšia situácia je vo Varšave a Košiciach. Vo Varšave spotrebuje nájom takmer 69 % čistej mzdy a v Košiciach približne 65 %. Po zaplatení bývania tak zostáva len 610, respektíve 503 eur na všetky ostatné výdavky.

V úplne inej pozícii je Viedeň, kde aj napriek vysokému nájomu zostáva zamestnancovi približne 2 055 eur mesačne, teda takmer dve tretiny čistej mzdy. Krakov je s 993 eurami už výrazne nižšie, no stále si zachováva priaznivejší pomer príjmu a bývania než väčšina sledovaných miest. Treba však poznamenať, že priemerné mzdy sú skreslené vysokými manažérskymi platmi a realita ponuky práce pre špecializovaných absolventov sa môže približovať skôr k mediánovej mzde. Z takého príjmu už človek v mnohých prípadoch nedokáže sám pokryť náklady na bývanie a život. (fw)

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.