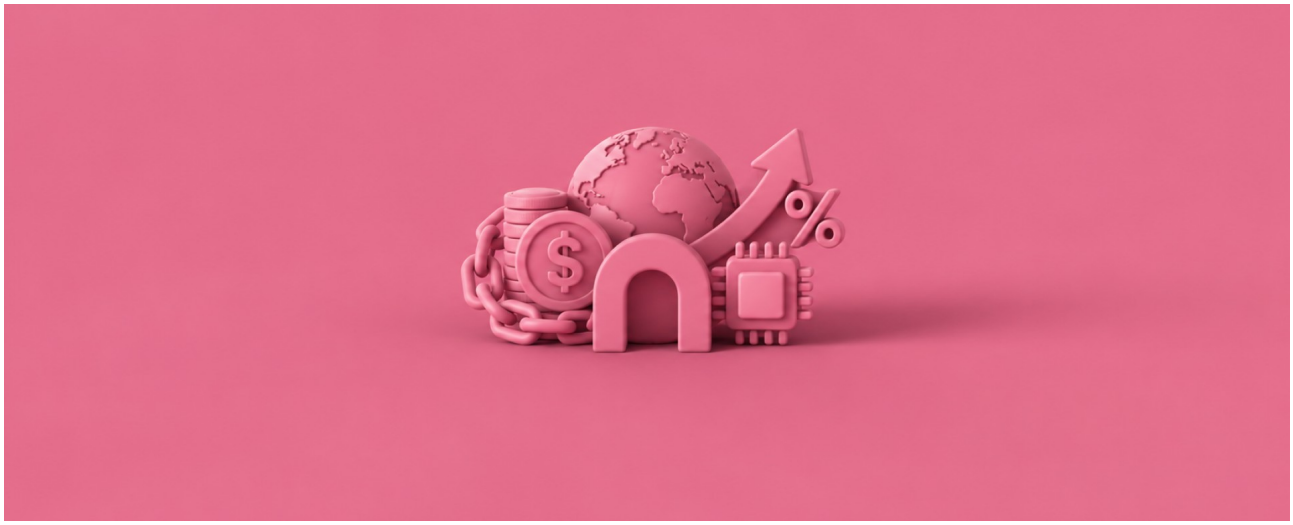
Výhľad svetovej ekonomiky pod tlakom

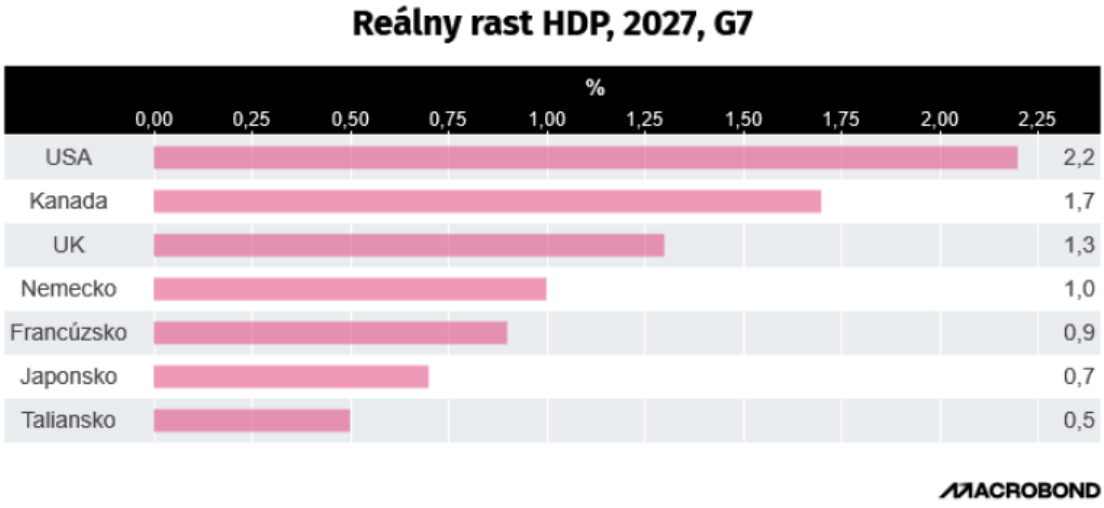
Dokáže si svetová ekonomika udržať rast napriek rastúcemu zadlženiu, drahšiemu kapitálu a geopolitickým rizikám? Nečakaná rezignácia prezidentky ECB, aký bol jej mandát a s akými výzvami sa musí popasovať nový prezident? Fed v októbri nezvýšil úrokové sadzby, pravdepodobnosť zvýšenia sa preto posúva na december. Energetická kríza môže prerásť do potravinovej, keďže rastúce ceny hnojív a nafty spolu s nepriaznivými klimatickými podmienkami ohrozujú svetovú poľnohospodársku produkciu. Európe a USA tak v roku 2027 hrozí ďalšia vlna potravinovej inflácie.

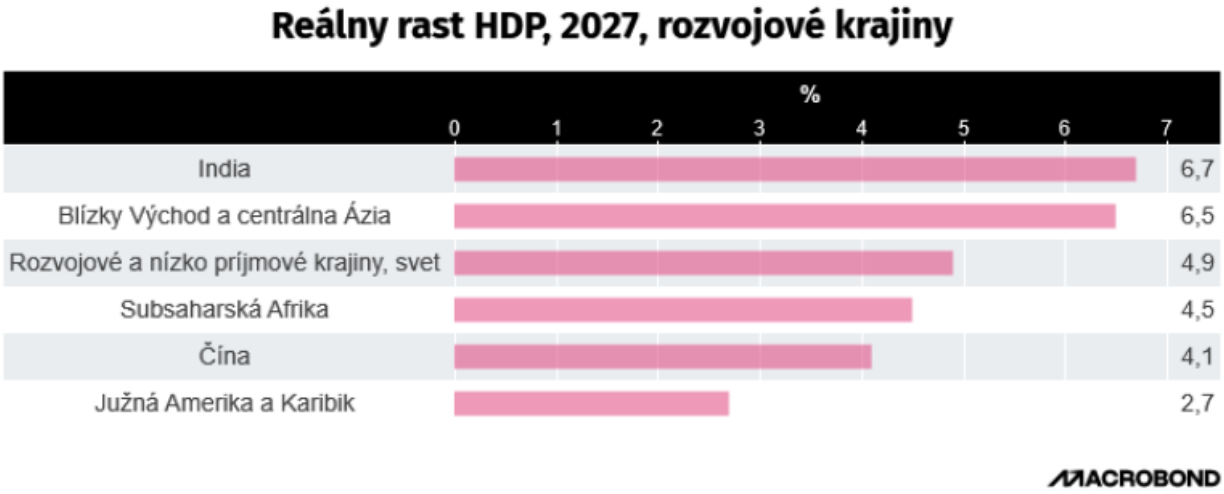


Svetová ekonomika sa nachádza v období, v ktorom sa geopolitické napätie, obchodné spory a neistota na finančných trhoch čoraz výraznejšie premietajú do hospodárskeho vývoja. Konflikty ohrozujú stabilitu dodávok energií a zvyšujú riziko cenových šokov, zatiaľ čo technologický rozmach podporuje investičnú aktivitu, no zároveň vyvoláva otázky o udržateľnosti súčasných trhových očakávaní. Tieto faktory sa navzájom ovplyvňujú a vytvárajú zložité prostredie pre hospodársku politiku, v ktorom je čoraz náročnejšie súčasne podporovať rast, udržiavať cenovú stabilitu a zabezpečiť udržateľnosť verejných financií. Októbrové vydanie svetového ekonomického výhľadu (World Economic Outlook, WEO) Medzinárodného menového fondu (MMF) prináša prognózy založené na informáciách dostupných do 1. októbra 2026.

Očakávaný vývoj v rokoch 2026 a 2027 preto treba vnímať ako základný scenár, ktorého naplnenie bude závisieť najmä od ďalšieho vývoja geopolitických rizík, cien energií a investičnej aktivity. Kľúčovou otázkou zostáva, či si svetová ekonomika dokáže udržať rastovú dynamiku aj v prípade, že pretrvávajúce cenové tlaky a rastúce náklady na financovanie ešte viac obmedzia možnosti vlád a centrálnych bánk reagovať na nové šoky.

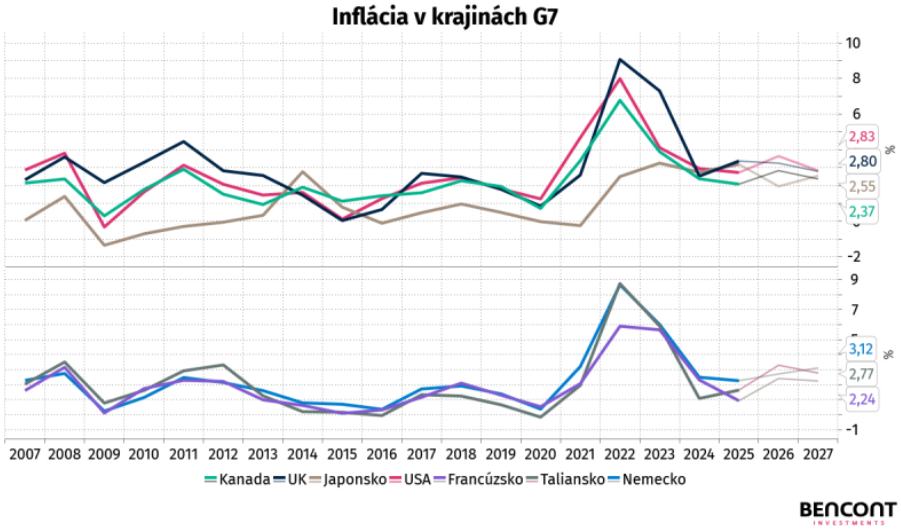
Svetový hrubý domáci produkt (HDP) by mal v roku 2026 vzrásť o 3,1 %, čo predstavuje spomalenie oproti 3,5 % v predchádzajúcom roku. V roku 2027 sa očakáva zrýchlenie na 3,4 %, tento vývoj však bude medzi regiónmi výrazne nerovnomerný. Kým Spojené štáty by mali dosiahnuť rast 2,2 % a Taliansko iba 0,5 %, India si má udržať dynamiku na úrovni 6,7 %, podporovanú domácou spotrebou a službami. Podobne vysoký rast sa v roku 2027 očakáva aj na Blízkom východe a v strednej Ázii, kde by mal dosiahnuť 6,5 %. Toto zrýchlenie však treba interpretovať opatrne, keďže do veľkej miery odráža očakávané zotavenie po tohtoročnom prepade hospodárskej aktivity (0,7 %). Vojna na Blízkom východe narúša energetickú produkciu, obchodné toky aj dopravné trasy, čím obmedzuje produkciu a export v zasiahnutých ekonomikách. Ak sa situácia v roku 2027 stabilizuje, obnovenie výroby a vývozu môže medziročne výrazne zvýšiť vykazovaný rast, bez toho, aby to nevyhnutne znamenalo rovnako silné zlepšenie dlhodobého ekonomického výkonu celého regiónu. Čína by, naopak, mala spomaliť zo 4,6 % na 4,1 %, keďže slabší domáci dopyt a problémy na realitnom trhu obmedzujú jej rastový potenciál a čistý export tento výrazný pokles dostatočne nenahradí.





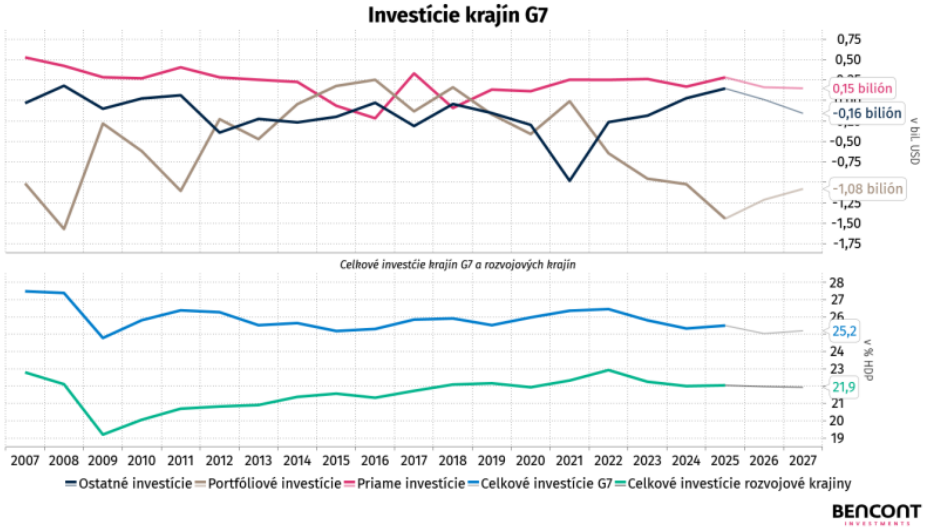
Dlh a drahý kapitál brzdia najvyspelejšie ekonomiky

Nerovnomerný hospodársky rast úzko súvisí s vývojom cien, pričom obnovené energetické šoky komplikujú návrat inflácie k stabilnejším úrovniam. Svetová inflácia by mala podľa prognózy klesnúť zo 4,7 % v roku 2026 na 4,1 % v roku 2027, no jednotlivé ekonomiky sa budú vyvíjať odlišne. Cena ropy Brent od začiatku roka (YTD) vzrástla o 89 % na aktuálnych 115 USD za barel, zatiaľ čo európsky referenčný kontrakt na zemný plyn TTF zdražel o 258 % na 98,1 EUR za MWh YTD. Takýto vývoj zvyšuje náklady na dopravu, výrobu a vykurovanie a postupne sa premieta do spotrebiteľských cien. Rozdiel medzi prognózami krajín G7 cez indexy spotrebiteľských cien (CPI) súvisí aj s odlišnou energetickou expozíciou. Spojené štáty majú rozsiahlejšiu domácu produkciu energií, kým Nemecko je citlivejšie na vývoj dovozných cien, najmä zemného plynu. Dôležité je sledovať aj jadrovú infláciu, ktorá vylučuje volatilné ceny energií a potravín a lepšie naznačuje, či sa cenové tlaky prenášajú do širšej ekonomiky. Ak zostane zvýšená, centrálne banky budú mať menší priestor na znižovanie úrokových sadzieb, čo predraží úvery aj financovanie verejného dlhu.

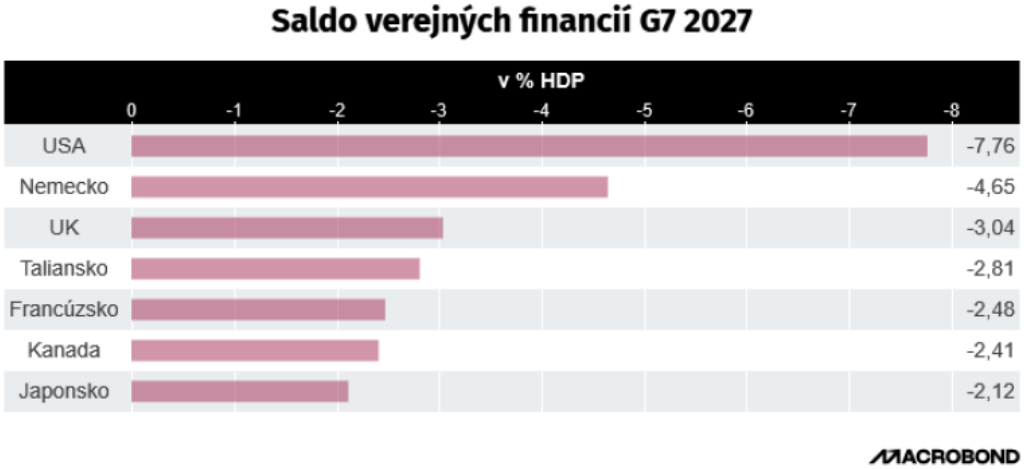


Investičná aktivita zostáva jedným z hlavných motorov svetového hospodárskeho rastu, pričom čoraz významnejšiu úlohu zohráva rozvoj umelej inteligencie (AI). Investície do dátových centier, polovodičov, technologickej infraštruktúry a energetických kapacít podporujú produkciu aj medzinárodný obchod, ich prínosy sú však nerovnomerné. Najviac z nich ťažia Spojené štáty a ázijské ekonomiky zapojené do technologických dodávateľských reťazcov. Podľa MMF by mal podiel celkových investícií na HDP v roku 2027 dosiahnuť v krajinách G7 približne 25,2 %, zatiaľ čo v rozvíjajúcich sa ekonomikách 21,9 %. Vyššiu investičnú aktivitu podporujú rozsiahle technologické projekty, modernizácia infraštruktúry, rozširovanie energetických kapacít a dostupnosť kapitálu na rozvinutých finančných trhoch. Naopak, rozvíjajúce sa ekonomiky čelia vyšším nákladom na financovanie, slabšej infraštruktúre a väčšej citlivosti na geopolitické a ekonomické riziká.

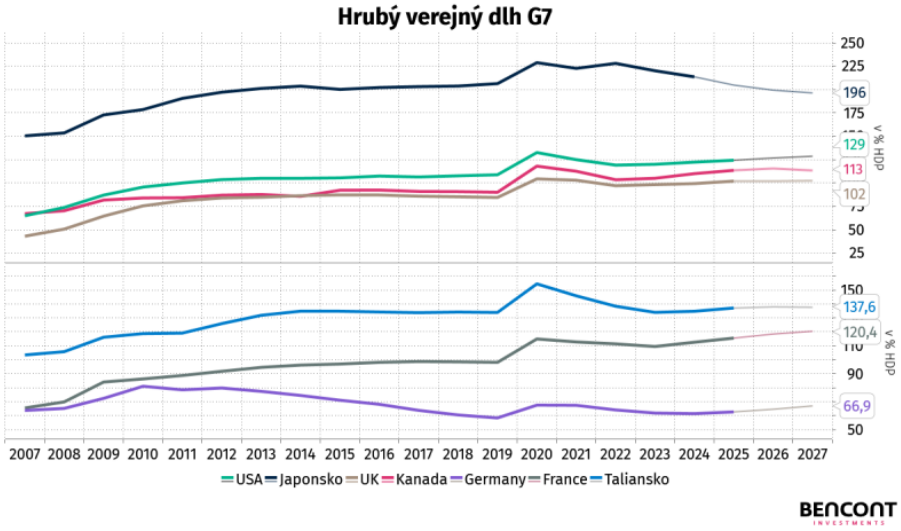
Technologický rozmach sa premieta aj do medzinárodných kapitálových tokov. Prehlbujúce sa záporné saldo portfóliových investícií krajín G7 poukazuje na prevahu prílevu zahraničného kapitálu nad investíciami rezidentov G7 do zahraničných cenných papierov. Významným cieľom tohto kapitálu zostávajú Spojené štáty, kde hodnota zahraničných držieb amerických cenných papierov vzrástla do júna 2025 medziročne o 4,5 bilióna USD na 35,3 bilióna USD. Rast podporili čisté nákupy aj zhodnocovanie existujúcich investícií. Záujem investorov sa sústreďoval najmä na akcie technologických spoločností, zatiaľ čo čisté prílevy do amerických štátnych dlhopisov oslabili. Následný rast úrokových sadzieb a dlhopisových výnosov v roku 2026 však zvýšili atraktivitu amerických štátnych dlhopisov a dopyt po nich. Rozmach AI tak podporuje investičný dopyt, no zároveň zvyšuje koncentráciu kapitálu v úzkej skupine spoločností a ekonomík. Jeho dlhodobý prínos bude závisieť od toho, či sa vysoké investície premietnu do širšieho rastu produktivity a firemných ziskov.



Kým investície môžu podporovať budúci ekonomický rast, fiškálna pozícia krajín G7 zostáva pod tlakom vysokých verejných výdavkov a potreby dodatočného financovania. V roku 2027 sa očakáva najvýraznejší deficit v USA, ktorý má dosiahnuť 7,76 % HDP, zatiaľ čo v Nemecku sa predpokladá 4,65 % HDP. Rozdiel poukazuje na nerovnomernú intenzitu fiškálnych nerovnováh medzi najvyspelejšími ekonomikami. Pretrvávajúce deficity znamenajú, že vlády musia pravidelne získavať dodatočné zdroje, najmä prostredníctvom emisie štátnych dlhopisov, čím zvyšujú ponuku verejného dlhu na finančných trhoch. K tlakom na rozpočty prispievajú výdavky na obranu, sociálne zabezpečenie a starnutie obyvateľstva, ako aj potreba reagovať na energetické a bezpečnostné riziká. Ak sa tieto výdavky stanú dlhodobo štrukturálnymi bez zodpovedajúceho rastu príjmov alebo úspor v iných oblastiach, potreba refinancovania a nového zadlžovania bude pretrvávať. V prostredí vyšších úrokových sadzieb sa pritom nové emisie budú financovať drahšie, čo postupne zvyšuje náklady na obsluhu dlhu a ďalej obmedzuje rozpočtový priestor. Kľúčovým rizikom preto nie je samotná existencia deficitu, ale jeho dlhodobá udržateľnosť.

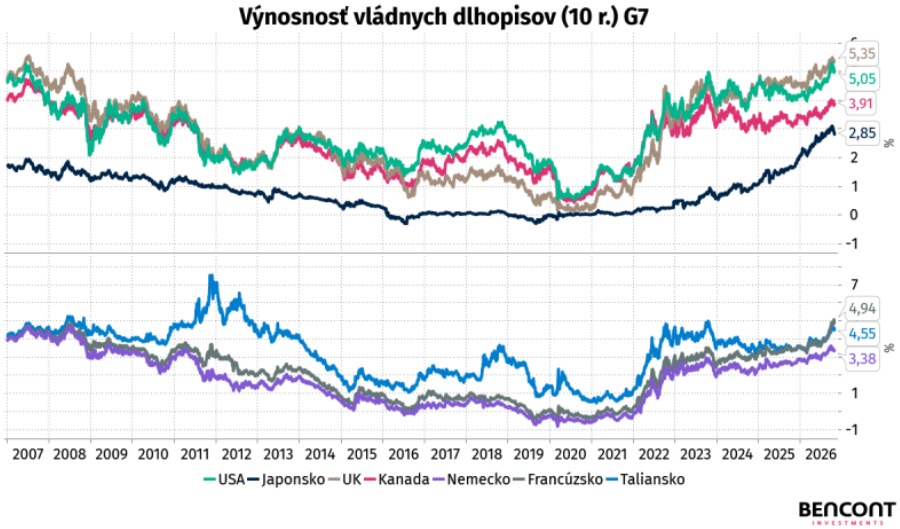


Opakované deficity sa postupne premietajú do vyššieho verejného dlhu, ktorý predstavuje nahromadené záväzky štátu. V prípade Japonska sa jeho pomer k HDP v prognózovanom období 2027 pohybuje približne na úrovni 196 %, čo je menej ako aktuálne hodnoty cez 200 % HDP, ale stále výrazne viac než v ostatných krajinách G7. Problém sa zintenzívňuje, keď sa vysoké zadlženie stretne s rastúcimi úrokovými sadzbami. Tento scenár práve zažíva samotné Japonsko, kde sa stretáva navýšenie úrokových sadzieb na úroveň 1,25 %, ktorá bola naposledy evidovaná 31 rokov dozadu s prognózami reálneho rastu v roku 2027 iba 0,7 %. Dôležitá je však aj splatnosť záväzkov, domáca investorská základňa, dôveryhodnosť hospodárskej politiky a schopnosť ekonomiky vytvárať príjmy. Čím väčšiu časť rozpočtu už tvoria úrokové platby, tým menej priestoru zostáva na iné výdavky a tým citlivejšie sú verejné financie na zmenu podmienok financovania. Pri hodnotení dlhu preto nestačí sledovať jeho úroveň; rovnako dôležitá je trajektória, ktorou sa vyvíja, a schopnosť vlády stabilizovať ho bez prudkého obmedzenia hospodárskej aktivity.



Rastúci objem verejného dlhu sa stretáva so zmenou podmienok na dlhopisových trhoch. Medzi februárom a septembrom 2026 vzrástol priemerný výnos desaťročných štátnych dlhopisov G7 o viac než 1 p.b. a dosiahol najvyššiu úroveň za takmer dve desaťročia. Aktuálne dosahuje výnos amerických desaťročných dlhopisov približne 5 %, zatiaľ čo nemecké okolo 3,34 %. Výnosy odrážajú nielen očakávania budúcej menovej politiky, ale aj inflačné riziká, ponuku dlhopisov a kompenzáciu, ktorú investori požadujú za držbu dlhodobých záväzkov danej krajiny. Tieto záväzky zohľadňujú aj fiškálne kroky a celkovú stabilitu krajiny, čo sa ukázalo pri masívnych odpredajoch francúzskych štátnych dlhopisov, ktorých výnosy po nedávnom rabovaní a nepokojoch prudko vyskočili o 0,3 až 0,4 p.b. až nad hranicu 5 %. Vyššie výnosy sa do rozpočtov nepremietajú okamžite, pretože existujúci dlh má rôzne dátumy splatnosti a úrokové podmienky. Pri nových emisiách a refinancovaní splatných záväzkov sa však štát postupne musí prispôsobiť aktuálnej trhovej cene kapitálu. Ak zostanú výnosy vysoké dlhšie,

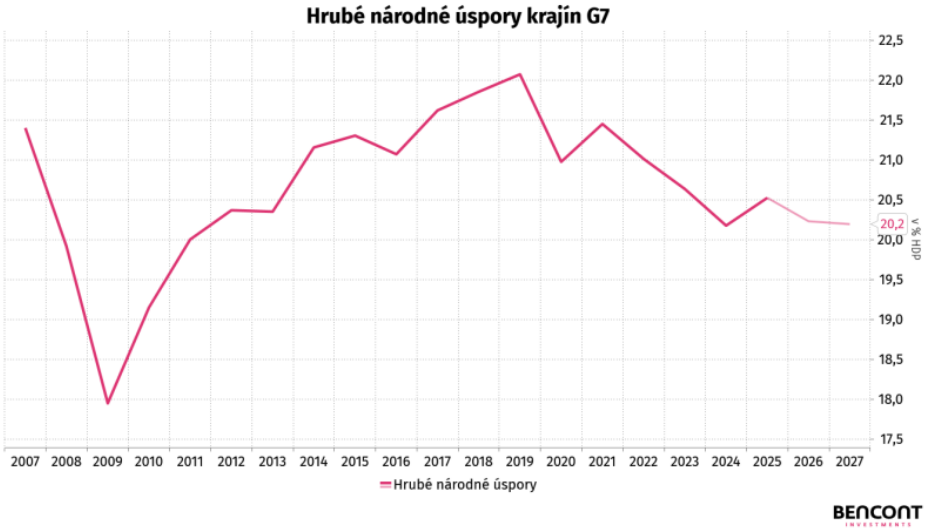
náklady sa časom prenesú do väčšej časti dlhového portfólia.



Najdôležitejším dôsledkom drahšieho financovania je rast úrokovej záťaže. V Spojených štátoch predstavovali čisté úrokové náklady na štátny dlh v roku 2023 približne 3,15 % HDP, čo je najvyššia hodnota od roku 1991 (3,16 %). V ďalších rokoch sa však podľa prognóz očakáva ich výrazný nárast, kde do roku 2031 by mohli dosiahnuť až 5,7 % HDP, oproti približne 2,8 % pred pandémiou. To by znamenalo zvýšenie o 2,9 percentuálneho bodu, teda viac než zdvojnásobenie ich podielu na ekonomickom výkone. Pri takomto vývoji rastie riziko, že úroky budú konkurovať výdavkom na infraštruktúru, vzdelávanie, zdravotníctvo alebo obranu. Mechanizmus môže byť samo posilňujúci, kde vyššie úroky zvyšujú deficit, deficit vytvára potrebu ďalšieho financovania a väčší objem emisií môže tlačiť na výnosy dlhopisov. Ak sa súčasne spomalí rast HDP, vláda má menší priestor zvyšovať príjmy bez zvyšovania daňového zaťaženia. Nejde o nevyhnutný scenár, ale o riziko, ktoré rastie s výškou dlhu a dĺžkou obdobia, počas ktorého zostávajú úrokové sadzby zvýšené.



Verejné financie sú zároveň súčasťou širšej rovnováhy medzi úsporami a investíciami. Ak krajina potrebuje viac kapitálu, než dokáže pokryť domácimi úsporami, musí sa spoliehať na financovanie zo zahraničia. V krajinách G7 sa hrubé národné úspory v roku 2027 odhadujú približne na 20,2 % HDP. Tento ukazovateľ je dôležitý, pretože domáce úspory poskytujú zdroj financovania investícií a časti verejného dlhu. Ak vlády zvyšujú emisie dlhopisov v čase, keď súkromný sektor potrebuje kapitál na technologické a energetické investície, môže sa zvýšiť cena financovania pre obe strany. Vyššie výnosy v najväčších vyspelých ekonomikách sa navyše prenášajú aj do zahraničia: investori porovnávajú výnosy a riziká naprieč krajinami, a preto rast bezpečných referenčných sadzieb môže zdražiť financovanie rozvojových ekonomík. Tie sú často citlivejšie na zmenu nálady na trhoch, najmä ak majú vysoké zahraničné záväzky alebo obmedzené devízové rezervy. Priaznivé podmienky financovania sa preto môžu rýchlo zmeniť, ak sa zhorší globálna ochota investorov podstupovať riziko.



Svetová ekonomika vstupuje do nasledujúcich rokov s rastúcim rozporom medzi potrebou financovať hospodársky rozvoj a schopnosťou štátov udržiavať stabilné verejné financie. Geopolitické konflikty a energetické šoky zvyšujú inflačné riziká, zatiaľ čo pretrvávajúce rozpočtové deficity vytvárajú tlak na dlhopisové trhy. MMF očakáva, že globálny verejný dlh dosiahne hranicu 100 % svetového HDP už v roku 2029. Samotný rast dlhu pritom nemusí znamenať bezprostrednú krízu, pokiaľ ekonomika dokáže rásť rýchlejšie než náklady na jeho financovanie. Riziko však narastá, ak vyššie úrokové sadzby sprevádza slabší hospodársky rast a trvalé primárne deficity. Podľa MMF by sa priemerné efektívne úrokové náklady vládneho financovania mali zvýšiť z 2,3 % v roku 2021 na 3,7 % v roku 2031. V nízkopríjmových krajinách pritom úrokové platby už dnes spotrebúvajú viac než 15 % daňových príjmov, čo výrazne obmedzuje ich investičné možnosti.

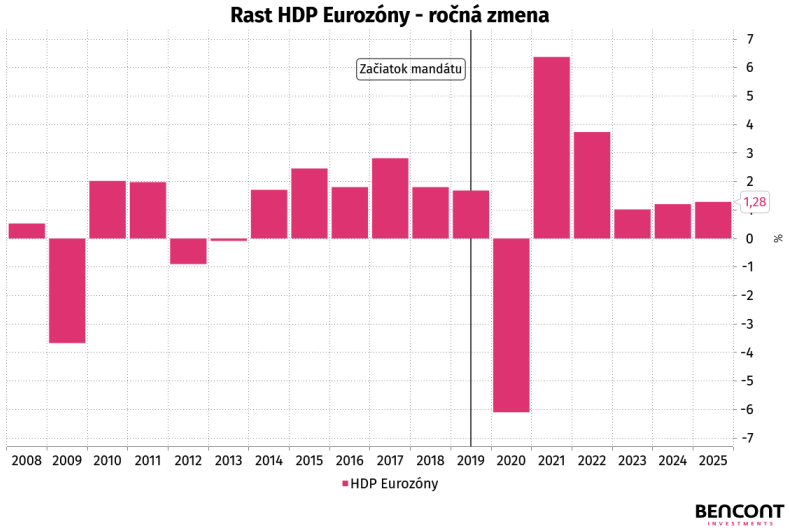
Súčasne však rastie konkurencia medzi verejným a súkromným sektorom o dostupný kapitál.

Goldman Sachs predpokladá, že päť najväčších amerických poskytovateľov cloudových služieb (hyperscalerov) vynaloží v roku 2027 na kapitálové výdavky približne 1,2 bilióna USD. Ich návratnosť si podľa odhadov vyžiada približne 300 miliárd USD ročných príjmov z AI. Technologická expanzia tak vytvára významný rastový potenciál, ale aj riziko koncentrácie investícií. Podľa MMF prispieval nehmotný kapitál vrátane skorších foriem AI v rokoch 2015 až 2024 k rastu produktivity práce v USA približne 0,75 percentuálneho bodu ročne, viac než dvojnásobne oproti EÚ. Európa preto musí riešiť technologické zaostávanie súčasne s rastúcimi fiškálnymi nárokmi, zatiaľ čo ázijské ekonomiky profitujúce z technologického obchodu zostávajú citlivé na prípadné oslabenie investičného dopytu.

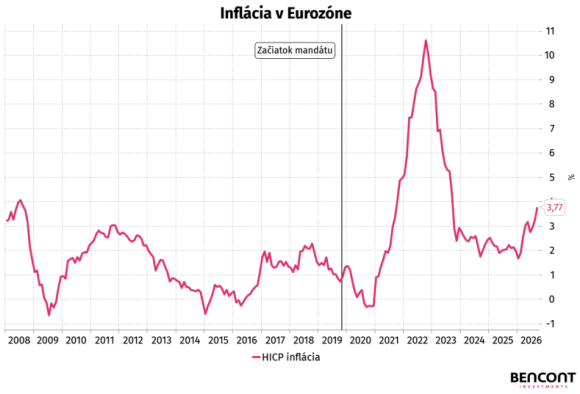
Kľúčovým rizikom nasledujúceho obdobia tak bude súbeh rastúcej potreby kapitálu a obmedzenej schopnosti verejných financií absorbovať ďalšie šoky. MMF odhaduje, že širšie využívanie AI by mohlo počas nasledujúceho desaťročia zvýšiť ročné tempo globálneho rastu približne o 0,5 percentuálneho bodu. Ani tento potenciál však automaticky nezaručuje zlepšenie dlhovej udržateľnosti, keďže rozhodujúci bude pomer nominálneho hospodárskeho rastu, úrokových nákladov a primárneho rozpočtového salda. Ak náklady na obsluhu dlhu porastú rýchlejšie než schopnosť ekonomík vytvárať dodatočné príjmy, fiškálna konsolidácia sa stane nevyhnutnou aj za cenu slabšieho rastu. Dlhodobá stabilita preto nebude závisieť iba od objemu investícií, ale predovšetkým od toho, či ich produktívne výnosy dokážu prevýšiť rastúce náklady kapitálu a vytvoriť priestor na postupné znižovanie dlhového zaťaženia. (lg)

Rezignácia prezidentky ECB

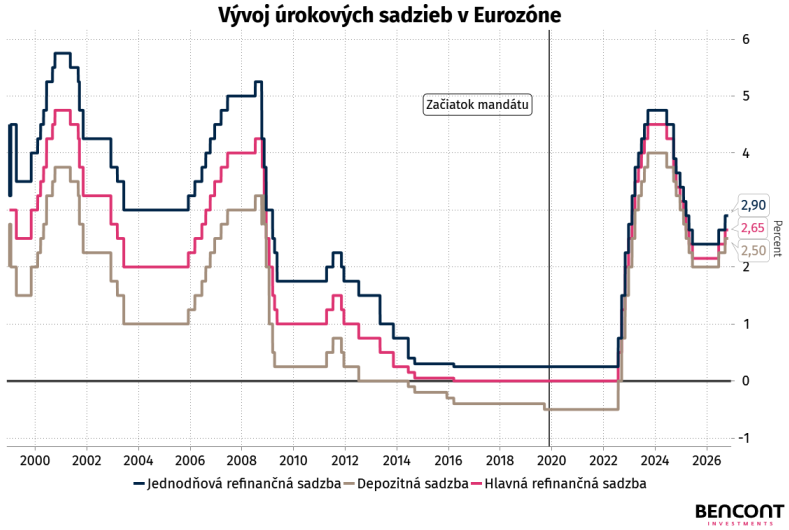
Vo štvrtok 29. októbra ohlásila súčasná prezidentka ECB Christine Lagardeová, že svoju funkciu opustí 7. februára 2027. Jej mandát mal trvať do októbra 2027, čím by v čele ECB zavŕšila celé osemročné funkčné obdobie. Christine Lagardeová nastúpila na čelo ECB v novembri 2019, keď prevzala úrad po vtedajšom prezidentovi Mariovi Draghim a dostala za úlohu zvýšiť spomaľujúci sa hospodársky rast. Práve preto sa pozrieme na jej funkčné obdobie a výzvy s ním spojené.



Keď sa Lagardeová dostala do čela ECB, hospodársky rast eurozóny dosahoval v reálnom vyjadrení 1,2 %, pričom prognózy odhadovali rast na úrovni 1,1 %. Inflácia eurozóny sa v októbri 2019 držala pod pásmom 2 %, na úrovni 0,7 %, a slabá ekonomická aktivita súvisela najmä s kontrakciou európskeho priemyslu. Výrobný index PMI v rámci eurozóny dosahoval hodnotu 45,9 a ten istý index v rámci nemeckého priemyslu dosahoval úroveň 42,1. Ako môžeme pozorovať z grafu, v roku 2020 zasiahla globálnu ekonomiku pandémia a nastal reálny prepad HDP o viac ako 6 %, pričom v roku 2021 sa po opätovnom otvorení ekonomík dosiahol opačný scenár – rast o viac ako 6 %. Následne môžeme pozorovať, že po normalizácii postpandemického stavu sa ekonomika eurozóny vrátila k rastu, ktorý však stále vyvoláva otázky, keďže dosahuje ešte nižšie úrovne ako pred pandémiou. Situácia v indexoch PMI sa mierne zlepšila, pričom index v rámci eurozóny dosahuje hodnotu 52,4 a nemecký index 54,2. Problémom, ktorému eurozóna čelí, je najmä silná konkurencia Číny, ktorá znižuje konkurencieschopnosť európskeho priemyslu, a tým oslabuje samotnú ekonomickú aktivitu.

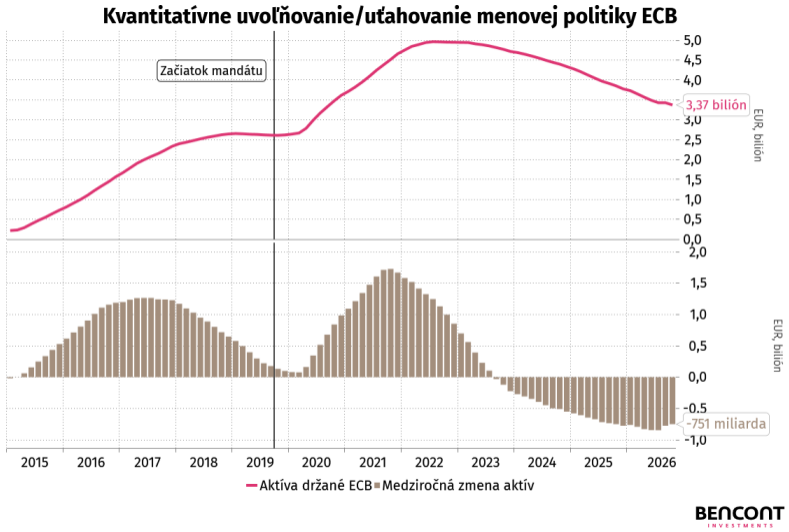


V rámci inflácie sa ECB zaviazala udržiavať cieľové pásmo 2 %, pričom v období prezidentky Lagardeovej sme zaznamenali najvyššiu ročnú infláciu za desaťročia. Pred pandémiou, ako spomíname, sa eurozóna trápila najmä so slabými inflačnými očakávaniami, čo prinútilo ECB vykonávať nekonvenčnú monetárnu politiku. Po pandémii prišla kombinácia ponukových a monetárnych šokov, ktoré vyhnali mieru inflácie v rámci eurozóny na úrovne nad 10 %, čím sa začalo obdobie cválajúcej inflácie. V rámci ponukových šokov sme pozorovali najmä konflikt medzi Ruskom a Ukrajinou, ktorý vyhnal ceny európskeho plynu o viac ako 350 %. Pri opätovnom naštartovaní ekonomík po pandémii sa obnovil dopyt po komoditách. Cena ropy Brent od dna v roku 2020 po vrchol v roku 2022 vzrástla približne o 350 %. Kombinácia drahších vstupov a expanzívnej monetárnej politiky sa preto stala kľúčovou pri raste cenovej hladiny a jej vyšších prírastkoch.



V boji proti inflácii bola ECB pod vedením Lagardeovej nútená zvýšiť sadzby, v prípade hlavnej refinančnej sadzby z hodnôt okolo 0 % v rokoch 2016 – 2022 na 4,5 % v roku 2024. V tomto roku sa podarilo dostať monetárnu politiku do cieľového pásma a v júni 2024 pristúpila ECB k prvému znižovaniu sadzieb, ktoré sa zastavilo až na úrovni 2,25 %. V súčasnosti sme svedkami ďalších ponukových šokov, ktoré predražujú vstupy. Cena ropy Brent vyskočila z úrovní okolo 70 USD za barel na úrovne okolo 110 USD za barel. V prípade európskeho zemného plynu došlo k takmer štvornásobnému nárastu cien, ktoré dnes dosahujú 102,73 EUR/MWh. Dôvodom súčasných ponukových šokov je najmä vojna na Blízkom východe, ktorá paralyzovala takmer 20 % svetového trhu s ropou a zemným plynom. Práve preto dnes inflácia v eurozóne opäť dosahuje

3,8 % a ECB je nútená sprísňovať monetárnu politiku. V rámci sprísňovania však ECB čelí pomerne ťažkej situácii, ktorú predstavuje nárast výnosov francúzskych dlhopisov. Tie dnes dosahujú takmer 5 %, pričom ešte pred rokom niesli výnos 3,4 %. Dôvodom rastu výnosov je najmä vysoké zadlženie Francúzska na úrovni 119 % a pretrvávajúce deficity na úrovni 5,2 % v roku 2026. Práve preto môže mať rast sadzieb nežiaduci vplyv na francúzsky dlhopisový trh a môže spustiť ďalšiu dlhovú krízu.



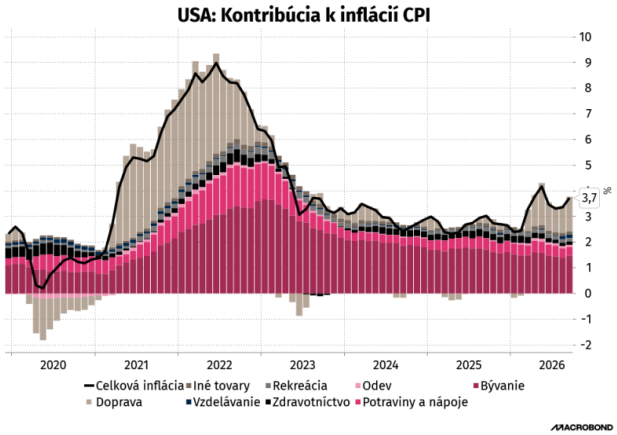
Vyššie sme spomínali, že ECB pod vedením Lagardeovej využívala nekonvenčné nástroje monetárnej politiky. Jednými z týchto nástrojov sú záporné úrokové sadzby a kvantitatívne uvoľňovanie, pri ktorom centrálna banka nakupuje štátne dlhopisy a pumpuje likviditu do systému. Pred nástupom Lagaerdovej prebehlo v rokoch 2015 – 2018 kolo kvantitatívneho uvoľňovania, ktorého účelom bolo obnoviť ekonomickú aktivitu. Od marca 2015 pritom ECB nakupovala štátne dlhopisy v objeme 60 miliárd EUR a od apríla 2016 toto tempo zvýšila na 80 miliárd EUR. V prechodnom období medzi rokmi 2018 a 2019 sa verilo, že kvantitatívne uvoľňovanie prinieslo želaný výsledok, avšak rok 2019 poukázal na pretrvávajúce slabiny európskeho priemyslu, najmä na vývoj v Nemecku. Práve preto ECB v roku 2019 zvýšila záporné úrokové sadzby o 10 bázických bodov na -0,5 % a obnovila programy kvantitatívneho uvoľňovania. Ako spomíname, počas pandémie nastal prepad reálneho HDP o 6 % a inflácia sa pohybovala na úrovni 0,3 %. Nízka ekonomická aktivita preto prinútila ECB v marci 2020 zaviesť nový pandemický program kvantitatívneho uvoľňovania v objeme 750 miliárd EUR, pričom tento program bol navýšený na 1,85 bilióna EUR. V roku 2023 nastal opak a kvantitatívne uvoľňovanie prešlo do kvantitatívneho uťahovania. Objem držaných aktív na súvahe ECB klesol od roku 2023 do súčasnosti o viac ako 1,6 bilióna EUR, čo pomohlo dostať infláciu v eurozóne do cieľového

pásma.

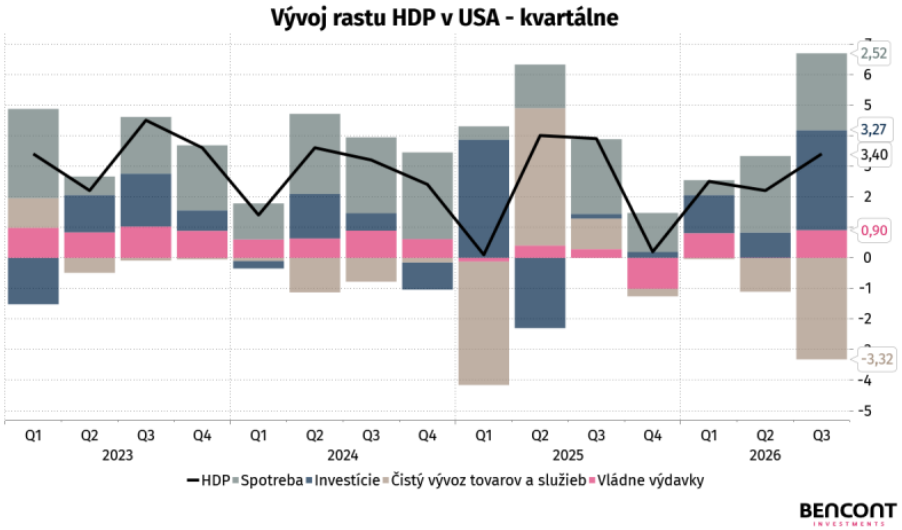
Christine Lagardeová tak po viac ako siedmich rokoch opúšťa ECB v období, keď eurozóna opäť čelí náročnej kombinácii inflačných tlakov a zhoršujúcich sa podmienok financovania. Rast cien energií vyvolaný konfliktom na Blízkom východe prispieva k opätovnému zrýchľovaniu inflácie, ktorá v septembri 2026 dosiahla 3,8 %. ECB pritom už pristúpila k ďalšiemu zvyšovaniu úrokových sadzieb, zatiaľ čo rastúce výnosy štátnych dlhopisov, predovšetkým vo Francúzsku, zvyšujú tlak na verejné financie. Pre budúce vedenie ECB tak bude kľúčové nájsť rovnováhu medzi návratom inflácie k cieľu na úrovni 2 % a zachovaním stability finančných trhov. Prípadné ďalšie sprísnenie menovej politiky síce môže pomôcť obmedziť inflačné očakávania a sekundárne cenové tlaky, zároveň však môže prehĺbiť problémy vysoko zadlžených ekonomík. Práve tento konflikt predstavuje jednu z najvýznamnejších výziev, ktoré Christine Lagardeová zanecháva svojmu nástupcovi. (mš)

Rozhodnutie Fedu o nezvýšení úrokových sadzieb

V stredu 28. októbra sa konalo zasadanie guvenérov Fedu, v ktorom sa hlasovalo o ďalšom vývoji monetárnej politiky v USA. Hlasovanie dopadlo pomerom 10:2 v prospech ponechania sadzieb v pásme 3,75 – 4,00 %, pričom dvaja členovia sa vyjadrili za zvýšenie.
Medzi argumenty, ktoré použil guvernér Kevin Warsh bolo najmä vyhodnotenie septembrového zvýšenia sadzieb o 25 bázických bodov. Guvernér sa vyjadril, že Fed poctivo skúma efekt tohto zvýšenia, avšak monetárna politika pôsobí na ekonomiku s oneskorením. Medzi hlavné argumenty, ktoré by mohli oslabovať túto tézu je vývoj septembrovej inflácie na úrovni 3,7 %, čo oslabuje zas vývoj trhu práce, ktorý v septembri pridal len 29 tisíc pracovníkov. Od vyjadrenia vyšli takisto dáta o PCE inflácii, ktorá je preferovaným ukazovateľom Fedu, a však aj táto inflácia zaznamenala rast na úroveň 3,6 %.

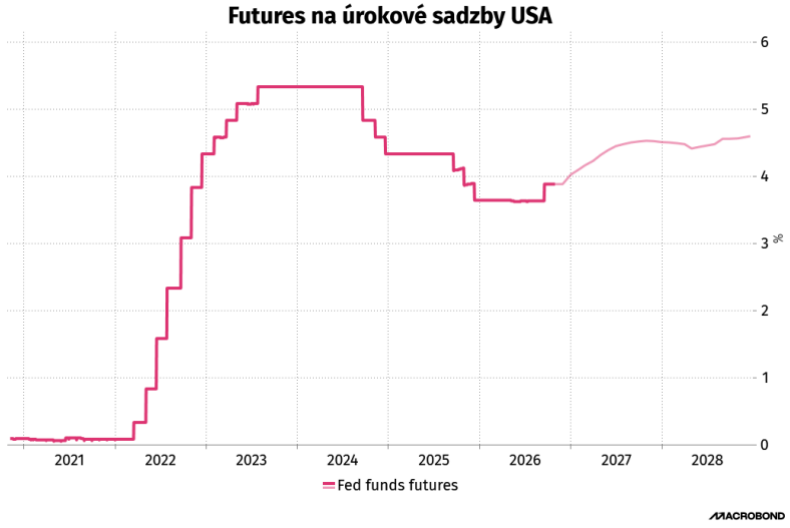


Dôležitým rozdielom, ktorý Fed vidí pri dnešnej inflácii je dočasná zložka energetickej inflácie, ktorú Fed zvýšením úrokových sadzieb nemá ako ovplyvniť. V konflikte na Blízkom východe vypadlo približne 20 % svetového trhu s ropou. Práve preto guvernér Warsh zdôrazňuje, že prítomnosť vyšších sadzieb tento výpadok nevráti. Vyššie sadzby by pritom mohli len poškodiť trh práce a uvaliť americkú ekonomiku do stagflácie. Dôležité je avšak spomenúť, že hoci vyššie ceny energií súvisia najmä s ponukovou stranou, Fed nemôže riskovať, aby sa vyššie ceny energií preliali do celej ekonomiky a začali tak ovplyvňovať aj jadrovú zložku. Jadrová zložka CPI dnes dosahuje 2,6 % a zaznamenáva medziročný rast z úrovne 2,4 %.
Navyše dáta o spotrebe vykazujú pomerne silný trend, ktorý je v súčasnom štvrťroku umocnený súkromnými investíciami. Spotreba dosahovala rast o 2,52 %, pričom súkromné investície dosiahli 3,27 %. Celkovo HDP v 3 štvrťroku rástlo tempom 3,4 %, čo naznačuje pomerne silnú ekonomickú aktivitu. Práve preto môže Fed pristúpiť k ďalšiemu zvýšeniu, pretože existencia významného prírastku na HDP môže dávať Fedu dostatočný bezpečnostný vankúš.



Práve preto kombinácia vyššieho ekonomického rastu a vyššej miery inflácie môže znamenať, že Fed bude pokračovať v ďalšom sprísňovaní monetárnej politiky. Na druhej strane, trh práce týmto môže zaznamenať určité poškodenie, pretože sme svedkami takmer 8 ročnej stagnácie. Počet voľných miest sledovaných ukazovateľom JOLTs dosahoval v auguste úrovne približne 7 miliónov, pričom ak by sme odfiltrovali post pandemický boom, nachádzame sa na úrovni pred pandémiou. Miera nezamestnanosti pritom dosahuje nízku úroveň 4,2 %. Práve nájdenie kompromisu medzi trhom práce a cenovou hladinou bude zohrávať kľúčovú rolu pri návrate inflácie do cieľového pásma 2 %.
Kľúčovou úlohou bude v ďalšom vývoji cenovej hladiny zohrávať aj situácia na Blízkom východe. Hoci by nastolenie mieru pomohlo znížiť rizikové prirážky na komoditách a obnovilo

by to predvojnové úrovne na strane ponuky, situácia by sa nedostala do požadovaného stavu tak rýchlo. Požadovaný stav v tomto prípade zohráva nižšia cena energií, ktoré boli pred vojnou v prípade WTI na úrovni 70 USD za barel. Práve vojna umožnila uvoľniť už viac ako 130 miliónov barelov z ropných strategických rezerv USA. Týchto 130 miliónov barelov preto bude potrebné doplniť, čo bude vytvárať prebytočný dopyt po rope a ropných produktoch, čo bude stále držať ceny ropy na relatívne vysokej úrovni.

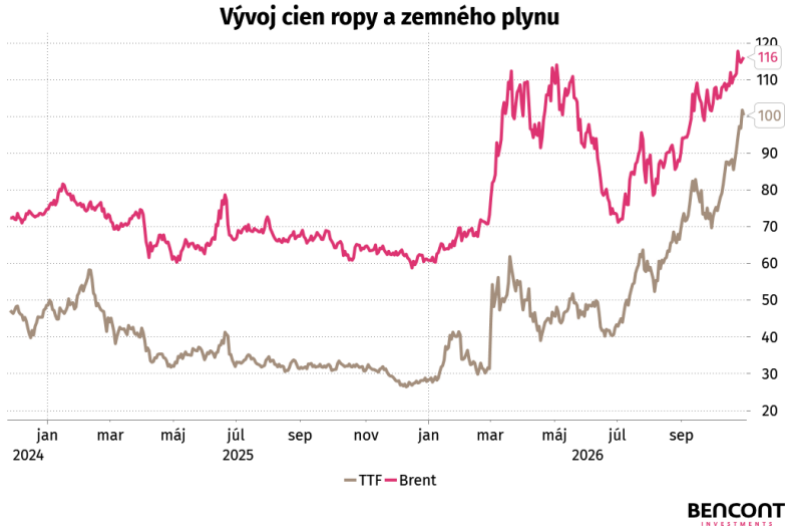


Pravdepodobnosť zvýšenia úrokových sadzieb na decembrovom zasadaní Fedu sa odhaduje na úrovni 73 %. Zvýšenie o ďalších 25 bázických bodov by dostalo sadzby do pásma 4,00 – 4,25 %. Podľa dlhodobej krivky futures na úrokové sadzby by sa do konca roka 2027 mali sadzby pohybovať na úrovni 4,5 %, čo naznačuje pokračujúci trend monetárneho sprísňovania. Rozhodujúcou úlohou Fedu bude nájsť rovnováhu medzi zabezpečením cenovej stability a udržaním maximálnej zamestnanosti. Práve tieto dva ciele tvoria základ jeho menovopolitického mandátu, pričom v súčasnosti musí centrálna banka zohľadňovať pretrvávajúce inflačné tlaky aj postupné ochladzovanie trhu práce. Práve pozornosť čo najnižšej nezamestnanosti môže prameniť z obdobia, v ktorom bola slabá ekonomická aktivita a obavy z nízkej miery inflácie. (mš)

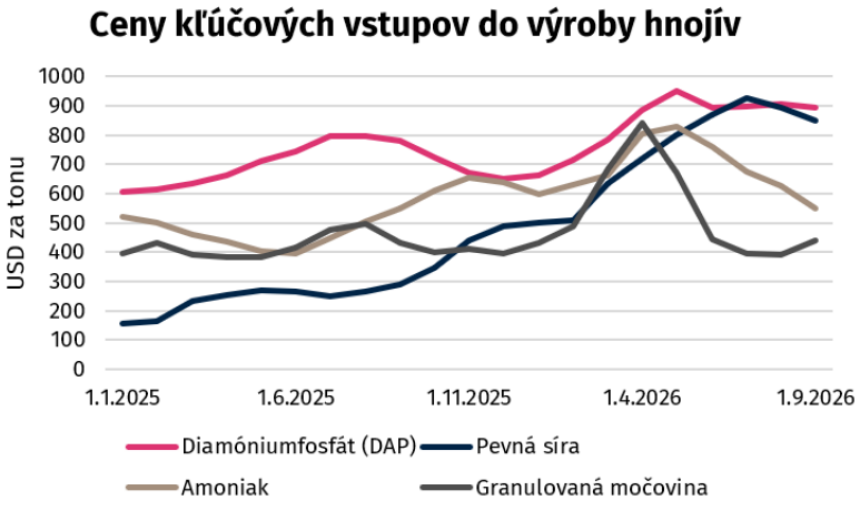
Drahé energie, nedostatok hnojív a El Niño: Riziko potravinovej krízy rastie

V súčasnosti svet zápasí s vysokými cenami energií. Cena ropy Brent sa 29. októbra pohybovala na úrovni približne 114 USD za barel, čo predstavuje nárast o takmer 60 % oproti predvojnovej úrovni. Obzvlášť nepriaznivá je situácia na európskom trhu so zemným plynom. Referenčná cena

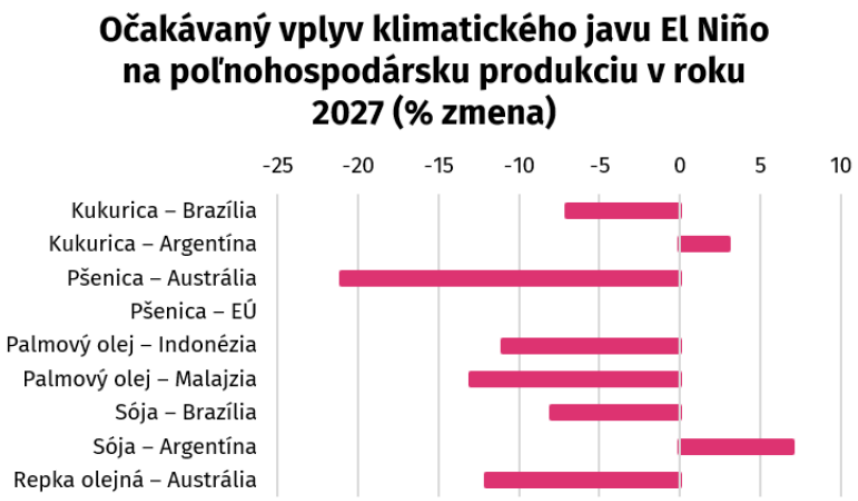
TTF 28. októbra krátkodobo dosiahla 100 EUR/MWh, teda približne trojnásobok úrovne pred začiatkom vojny. Problémy sa však netýkajú iba trhu s energiami. Pozornosť začína pútať aj trh s hnojivami a nepriaznivé klimatické podmienky, ktoré by v roku 2027 mohli priniesť ďalšiu vlnu inflácie vyvolanú zdražovaním potravín.



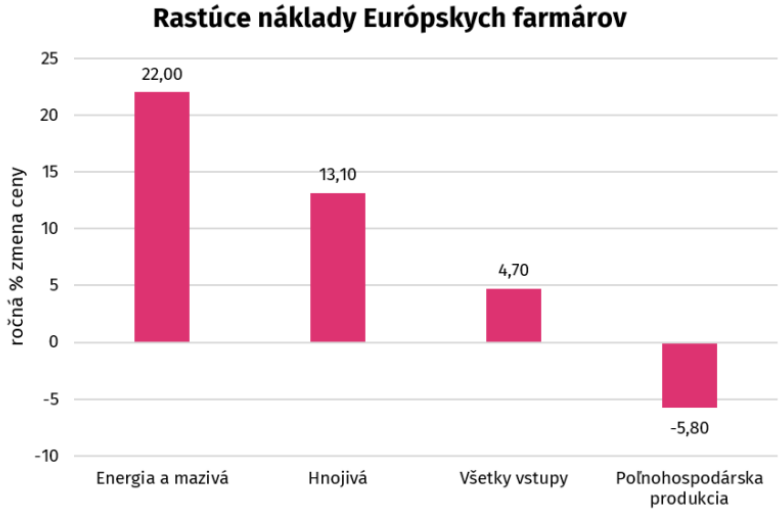
Pred konfliktom prechádzalo cez Hormuzský prieliv približne 29 % svetového obchodu s močovinou. Jej exportná cena na Blízkom východe pred vojnou v januári dosahovala približne 420 USD za tonu, v apríli vzrástla až na 710 USD za tonu, no koncom septembra klesla približne na 436 USD za tonu. Dôvodom poklesu bol najmä slabší mimosezónny dopyt a čiastočné nahradenie dodávok vývozom z Číny a ďalších krajín. Cez Hormuz prechádzalo aj približne 47 % svetového obchodu so sírou, ktorej nedostatok ohrozuje výrobu fosfátových hnojív. Cena diamóniumfosfátu (DAP) dosiahla v septembri približne 801 USD za tonu, čo predstavuje nárast o takmer 28 % oproti februáru. Cena síry z Blízkeho východu sa pritom od januára do júla zvýšila približne z 500 na 1 000 USD za tonu a koncom septembra klesla na približne 810 USD za tonu. Síra vzniká ako vedľajší produkt pri spracovaní ropy a zemného plynu. Obmedzenie prepravy cez Hormuzský prieliv preto narúša jej dodávky, čo núti výrobcov hnojív meniť produktový mix smerom k produktom s nižšou spotrebou síry. Okrem hnojív je problémom aj nedostatok nafty. Obmedzenia rafinérskej výroby a výpadky exportu z Blízkeho východu a Ruska spoločne znížili obchodovateľné dodávky nafty približne o 2 milióny barelov denne. Nedostatok nafty môže viesť k rastu cien potravín, keďže slúži ako palivo pre poľnohospodárske stroje a využíva sa aj pri preprave produkcie.



Ako už bolo spomenuté, jednou z príčin je pretrvávajúci vojnový konflikt na Blízkom východe, potravinársky priemysel však dnes ohrozuje niekoľko faktorov naraz. Prvé dva súvisia s Hormuzským prielivom: nedostatok hnojív a vysoké ceny nafty. Tretím problémom je klimatický jav známy ako El Niño. Podľa S&P Global patria medzi najviac ohrozené regióny Brazília, Austrália, Indonézia a Malajzia. V Brazílii ide predovšetkým o kukuricu a sóju. Prognóza produkcie kukurice bola znížená na 137 miliónov ton, pričom silnejšie El Niño by ju mohlo obmedziť o ďalších 10 miliónov ton. V Austrálii by v nepriaznivom klimatickom scenári mohla produkcia pšenice klesnúť z prognózovaných 28 na 22 miliónov ton, teda približne o 21 %. To by znížilo dostupnosť pšenice na exportných trhoch. V Indonézii a Malajzii sa klimatické riziko týka najmä produkcie palmového oleja a môže sa prejaviť s oneskorením. S&P Global uvádza možné produkčné straty 5,8 milióna ton v Indonézii a 2,5 milióna ton v Malajzii, pričom účinky by mohli byť viditeľnejšie od marca 2027. Dôležitou otázkou preto je, či by kombinácia týchto nepriaznivých faktorov mohla vyvolať novú inflačnú vlnu. S&P Global v tejto súvislosti pripomína, že podľa jej analýzy bolo silné El Niño v rokoch 2014 – 2015 spojené s približne 10 % rastom svetových cien potravín. V krajinách, kde potraviny tvoria 25 – 30 % spotrebného koša, by rovnako veľké zdraženie spotrebiteľských cien potravín mohlo mechanicky zvýšiť celkovú infláciu o 2,5 až 3 percentuálne body.



Dôsledky energetickej krízy sa môžu výrazne prejaviť aj v Európe, ktorá je zraniteľná vysokými cenami zemného plynu a závislosťou od dovozu hnojív. Podľa Európskej komisie predstavuje zemný plyn približne 70 % nákladov na výrobu dusíkatých hnojív, pričom EÚ dováža asi 30 % dusíkatých a 70 % fosfátových hnojív. Podľa Eurostatu v druhom štvrťroku 2026 medziročne vzrástli ceny energií a mazív o 22 % a hnojív a pôdnych prípravkov o 13,4 %. Priemerné ceny bežných poľnohospodárskych vstupov sa zvýšili o 4,7 %, zatiaľ čo predajné ceny poľnohospodárskej produkcie klesli o 5,8 %. Tento rozdiel zvyšuje tlak na rentabilitu farmárov a môže viesť k obmedzovaniu spotreby hnojív.



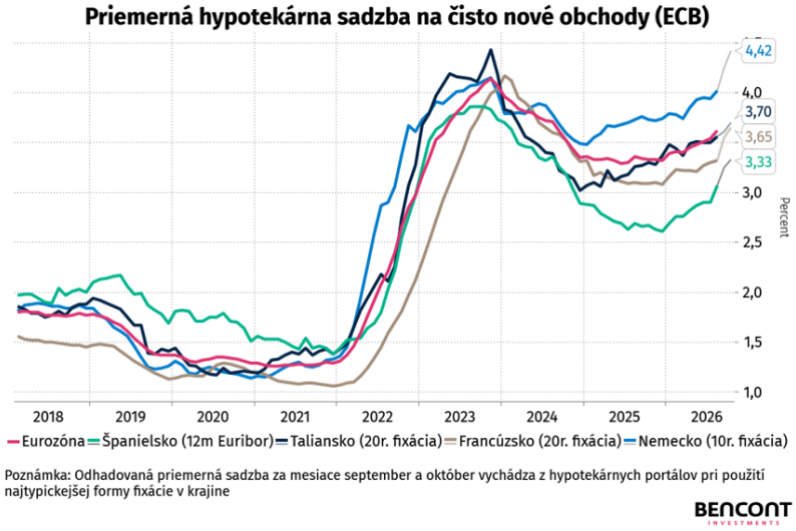
Európske poľnohospodárstvo už dnes čelí problémom aj na strane samotnej produkcie. Podľa jesennej prognózy Európskej komisie by mala produkcia obilnín v hospodárskom roku 2026/2027 medziročne klesnúť o 9,6 % na 262 miliónov ton, pričom produkcia kukurice by mala byť až o 20 % nižšia oproti päťročnému priemeru. Za týmto poklesom stoja predovšetkým extrémne horúčavy a sucho. Vysoké ceny hnojív však predstavujú ďalšie riziko pre budúcu produkciu. Pokračujúci rast výrobných nákladov a prípadné ďalšie výpadky úrody môžu v roku 2027 vytvárať dodatočné inflačné tlaky.

Súčasná inflácia v eurozóne je výrazne ovplyvnená energetickou krízou a v septembri dosiahla 3,8 %. Ceny energií medziročne vzrástli o 18,9 %, zatiaľ čo ceny potravín, alkoholu a tabaku sa zvýšili iba o 1,3 %. Podobný vývoj možno sledovať aj v USA, kde sa medziročné tempo rastu cien potravín v septembri spomalilo z augustových 2,7 % na 2,5 %. Energetický šok sa teda zatiaľ nepremietol do spotrebiteľských cien potravín v rovnakej miere ako do cien energií. Vzhľadom na ekonomickú silu európskych krajín a ich postavenie na globálnom trhu je pravdepodobnejším scenárom rast spotrebiteľských cien než plošný fyzický nedostatok potravín. Pokračujúce zdražovanie energií a hnojív spolu s prípadnými výpadkami poľnohospodárskej produkcie však môže v roku 2027 vyvolať ďalšiu vlnu potravinovej inflácie. Podobnému riziku budú čeliť aj Spojené štáty, pričom opätovný rast inflačných tlakov by mohol skomplikovať uvoľňovanie menovej politiky ECB aj Fedu. (mš)

Dopyt po hypotékach v eurozóne sa ochladzuje

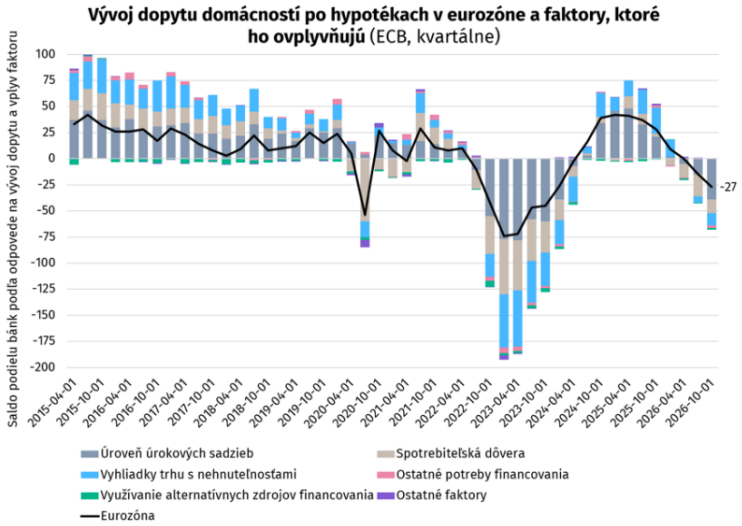
Hypotekárny trh v eurozóne v posledných mesiacoch čelí rastúcim nákladom na financovanie, ktoré sú výsledkom kombinácie geopolitického napätia, inflačných tlakov a zhoršujúcej sa fiškálnej situácie viacerých európskych ekonomík. Konflikt na Blízkom východe a rast cien energií prinútili ECB v septembri 2026 zvýšiť kľúčové úrokové sadzby o 0,25 percentuálneho bodu na úroveň 2,5 %, pričom v októbri ich ponechala nezmenené. Popri menovej politike sa do hypotekárnych sadzieb čoraz výraznejšie premieta aj vývoj na dlhopisových trhoch. Predovšetkým vo Francúzsku vyvolávajú neistotu vysoké rozpočtové deficity, rastúci verejný dlh a politická nestabilita, ktorá komplikuje prijatie rozpočtu na rok 2027. Výnos francúzskych desaťročných štátnych dlhopisov sa tak v októbri vyšplhal až nad hranicu 5 %, čo predstavuje najvyššiu úroveň od roku 2002. Podobnému tlaku čelí aj Taliansko, ktorého verejný dlh dosahuje približne 138 % HDP a pripravovaný rozpočet počíta s opätovným zvýšením deficitu. Výnos talianskych desaťročných dlhopisov sa koncom októbra pohyboval okolo 4,5 %, zatiaľ čo v Nemecku dosahoval približne 3,3 %.

Vyššie dlhopisové výnosy a rizikové prirážky môžu zvyšovať náklady dlhodobého financovania bánk, čo následne vytvára tlak aj na úročenie hypoték. Prenos týchto zmien sa však medzi krajinami líši. V Španielsku je významná časť hypoték s pohyblivou sadzbou naviazaná na 12-mesačný Euribor, ktorý citlivo reaguje na očakávaný vývoj sadzieb ECB. Naopak, vo Francúzsku prevládajú dlhodobé fixácie, často na 20 a viac rokov. Podobné produkty ponúkajú aj talianske banky, pričom ich úročenie je citlivejšie na dlhodobé trhové sadzby. Rast výnosov štátnych dlhopisov tak môže zhoršovať dostupnosť nových hypoték aj bez ďalšieho zvyšovania základných sadzieb ECB.



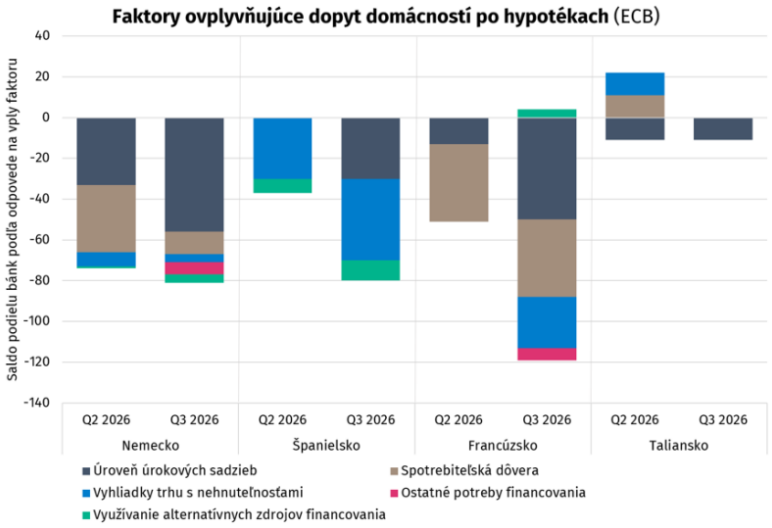
Podľa októbrového prieskumu ECB dosiahlo v eurozóne saldo dopytu po hypotékach -27 %, oproti -15 % v druhom štvrťroku 2026. Ide o najvýraznejšie oslabenie od tretieho štvrťroka 2023. Hlavným faktorom poklesu boli úrokové sadzby, ktorých negatívny príspevok dosiahol -39 %. K slabšiemu dopytu prispela aj znížená spotrebiteľská dôvera (-13 %) a zhoršujúce sa vyhliadky realitného trhu (-12 %). Rastúce náklady na financovanie tak opätovne predstavujú významnú prekážku pri rozhodovaní domácností o kúpe nehnuteľnosti.

ECB údaje získava prostredníctvom pravidelného štvrťročného dotazníkového prieskumu medzi úverovými manažérmi bánk. V poslednom prieskume odpovedalo 159 bánk eurozóny. Výsledná hodnota -27 % predstavuje čistý rozdiel medzi podielom bánk, ktoré zaznamenali rast dopytu, a podielom bánk, ktoré zaznamenali jeho pokles. Napríklad ak 40 % bánk hlási pokles dopytu, 13 % bánk nárast a zvyšok hlási dopyt bez zmeny, celkové saldo činí -27 %. Neznamená teda, že objem hypoték klesol o 27 %, ale že banky vykazujúce pokles dopytu prevážili nad bankami zaznamenávajúcimi rast o 27 percentuálnych bodov. Výhľad zostáva nepriaznivý, keďže na posledný štvrťrok 2026 banky očakávajú ďalšie oslabenie dopytu na úroveň salda -36 %.



Pokles dopytu po hypotékach v treťom štvrťroku 2026 bol badateľný vo väčšine najväčších ekonomík eurozóny, pričom jeho príčiny sa medzi krajinami líšili. ECB vyhodnocuje faktory ovplyvňujúce dopyt rovnakou metodikou ako otázku samotného vývoja dopytu Záporné saldo vyjadruje prevahu bánk, podľa ktorých daný faktor dopyt tlmil, nad bankami, ktoré mu pripisovali pozitívny účinok. V Nemecku predstavovali hlavnú prekážku úrokové sadzby, ktorých negatívny vplyv dosiahol saldo −56 %. Znamená to, že o 56 percentuálnych bodov viac bánk označilo úrokové sadzby za faktor znižujúci dopyt než za faktor podporujúci jeho rast. Úroková sadzba nových nemeckých hypoték s desaťročnou fixáciou sa koncom októbra pohybovalo približne na úrovni 4,4 %, pričom ešte v lete tohto roka sa udržiavala na úrovni pod 4%.

Vo Francúzsku sa k rastúcim nákladom na financovanie pridáva politická a fiškálna neistota, ktorá sa premieta do rastúcich výnosov štátnych dlhopisov. Negatívny vplyv spotrebiteľskej dôvery na hypotekárny dopyt tu dosiahol saldo −38 %, zatiaľ čo pri úrokových sadzbách až −50 %. V Španielsku dominovali zhoršujúce sa vyhliadky realitného trhu so saldom −40 %. K oslabeniu dopytu prispelo aj sprísnenie menovej politiky ECB, ktoré sa prenáša do nákladov hypoték s pohyblivou sadzbou, pričom negatívny vplyv úrokových sadzieb dosiahol −30 %. Relatívne stabilný zostáva hypotekárny dopyt v Taliansku, kde banky napriek rastúcim výnosom štátnych dlhopisov a fiškálnym rizikám nereportujú celkový pokles dopytu.



Vývoj hypotekárneho trhu v eurozóne tak naznačuje, že domácnosti sa opäť dostávajú pod tlak rastúcich nákladov na financovanie a pretrvávajúcej ekonomickej neistoty. Očakávané ďalšie oslabenie hypotekárneho dopytu v závere roka 2026 môže postupne tlmiť aktivitu na realitnom trhu a spomaľovať rast cien nehnuteľností. Samotný pokles záujmu o hypotéky však nemusí automaticky znamenať pokles cien bývania, najmä v krajinách s obmedzenou ponukou nehnuteľností. Pre ďalší vývoj bude preto rozhodujúce nielen smerovanie menovej politiky ECB, od ktorej s očakáva zvýšenie sadzieb o 50 b. p. do leta 2027, ale aj stabilizácia verejných financií, vývoj dlhodobých úrokových sadzieb a obnovenie dôvery domácností. (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.