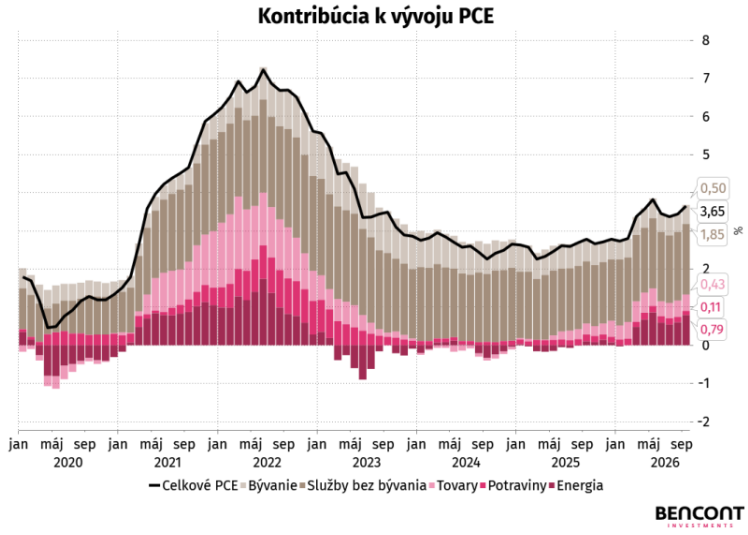
Americký spotrebiteľ v prostredí rastúceho bohatstva a slabnúcej dynamiky príjmov

Americká spotreba si napriek slabšiemu rastu reálnych príjmov udržiava vysokú dynamiku. Jej odolnosť podporuje silná majetková pozícia domácností, ktorá však zároveň prináša riziká pre udržateľnosť súčasného rastu. Nemeckú ekonomiku oživujú budúce očakávania, jej reálny rast však zaostáva. Drahý dovoz energií a slabá mena predražujú import, čo vedie k medzi kvartálnej stagnácii japonskej ekonomiky. Hlavnou príčinou oslabovania zlata zostávajú nepriaznivé makroekonomické podmienky. Ropa zlacňuje v reakcii na návrat ropnej produkcie na Blízkom východe. Spojené štáty udávajú tempo globálneho boomu vo výstavbe datacentier. Dokáže s nimi Európa držať krok?



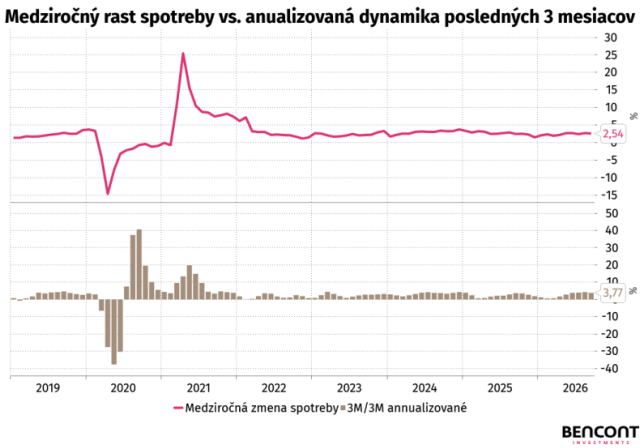
Americký spotrebiteľ dnes čelí nepriaznivému vývoju cenovej hladiny. Cenová hladina meraná indexom PCE bola naposledy v cieľovom pásme Fedu vo februári 2021. Odvtedy kumulatívna inflácia dosiahla 23 %. Priemerný Američan je navyše vystavený ďalšej vlne inflácie, ktorú

spôsobuje ponukový šok, predovšetkým v súvislosti s konfliktom na Blízkom východe. Medziročná miera PCE inflácie dosiahla v septembri 3,6 %, pričom októbrové údaje budú zverejnené 25. novembra spolu s údajmi o vývoji HDP.

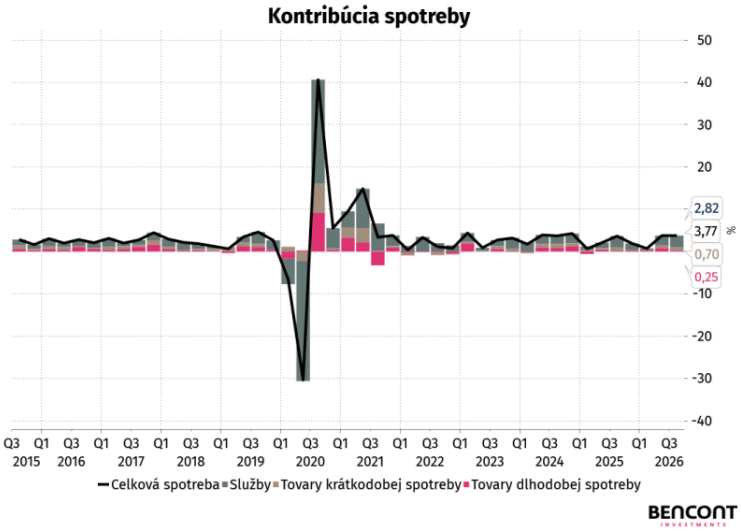


Rast spotreby amerických domácností predstihuje dynamiku reálnych príjmov

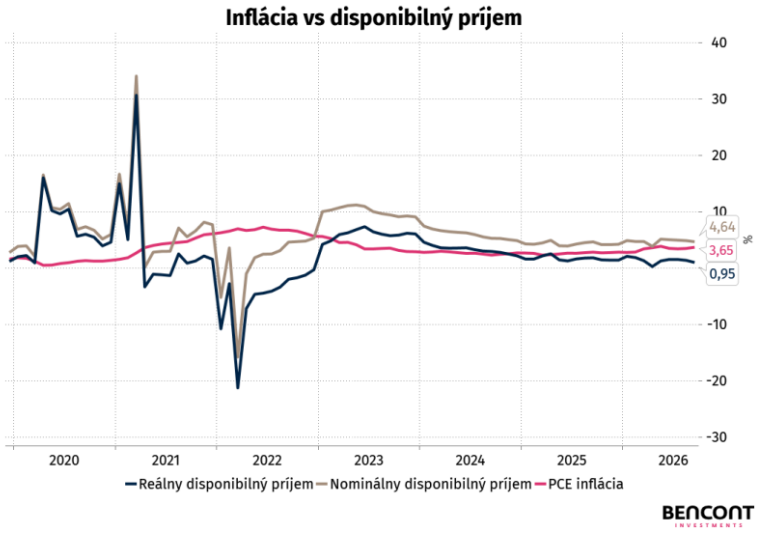
Ďalšou veličinou, na ktorú nadviažeme v súvislosti s americkým spotrebiteľom, je HDP. Spotreba amerických domácností vzrástla v septembri medziročne o 2,54 %. Ak však chceme zachytiť dynamiku posledných 3 mesiacov oproti predchádzajúcim 3 mesiacom na anualizovanej báze, vidíme, že spotreba v krátkom období dosahuje ešte vyšší prírastok. To naznačuje, že hoci inflácia v USA v súčasnosti presahuje inflačný cieľ centrálnej banky, spotrebitelia pokračujú v spotrebe a v krátkom období ju dokonca zrýchľujú.



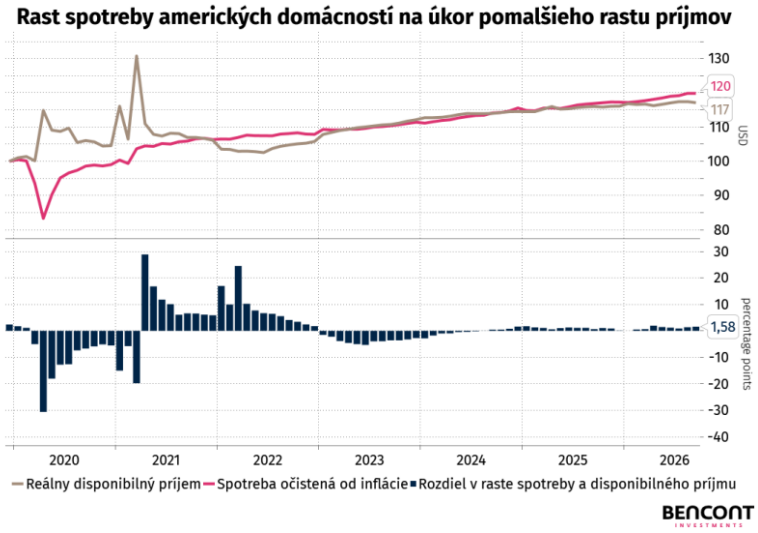
V treťom štvrťroku 2026 vzrástla reálna spotreba amerických domácností medzikvartálne o približne 3,8 % v anualizovanom vyjadrení. Najväčší príspevok k tomuto rastu zaznamenali služby, a to 2,82 percentuálneho bodu. Tovary krátkodobej spotreby prispeli 0,70 percentuálneho bodu a tovary dlhodobej spotreby 0,25 percentuálneho bodu. Reálna spotreba si tak už druhý štvrťrok po sebe udržiava vysoké tempo rastu a významne podporuje celkovú ekonomickú aktivitu. Reálne HDP USA pritom v treťom štvrťroku 2026 vzrástlo medzikvartálne o 3,4 % v anualizovanom vyjadrení, pričom spotreba tvorí viac ako 67 % nominálneho HDP.



Pre lepšie pochopenie rastu spotreby je dôležité sledovať, odkiaľ tento rast pochádza. Zdravý spotrebiteľ by mal svoju spotrebu prispôsobovať rastu reálneho príjmu. Ako sme už spomenuli, cenová hladina dnes rastie medziročne o 3,6 %, zatiaľ čo nominálny disponibilný príjem o 4,6 %. Rozdiel týchto dvoch veličín nám umožňuje určiť rast reálneho disponibilného príjmu, ktorý v septembri dosahoval približne 1 %. Tento vývoj ukazuje, že hoci nominálny príjem rastie, jeho reálny rast je značne obmedzený. Po zohľadnení inflácie meranej indexom PCE tak dosahuje len približne 1 %.

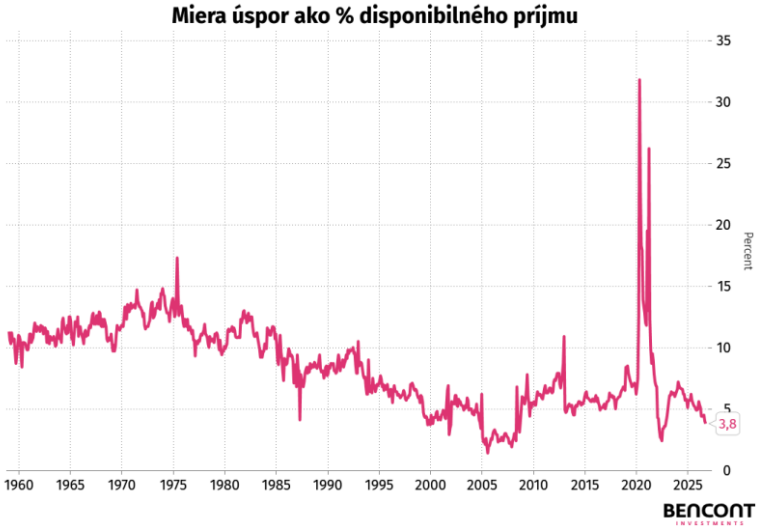


Nasledujúci graf zachytáva vývoj reálnej spotreby a reálneho príjmu. Z jeho priebehu vidíme, že kumulatívny rast spotreby v poslednom období výrazne prevyšuje rast reálneho disponibilného príjmu domácností. Od roku 2019 vzrástla celková spotreba domácností o 20 %, pričom disponibilný príjem zaostáva o 3 percentuálne body. V sledovanom období však nastali aj fázy, keď disponibilný príjem rástol rýchlejšie, konkrétne pred pandémiou a počas dezinflačného procesu v roku 2023. Od roku 2024 opäť pozorujeme rýchlejšie tempo rastu spotreby než disponibilného príjmu. V septembri 2026 rástla reálna spotreba oproti reálnemu disponibilnému príjmu rýchlejšie o 1,58 percentuálneho bodu.

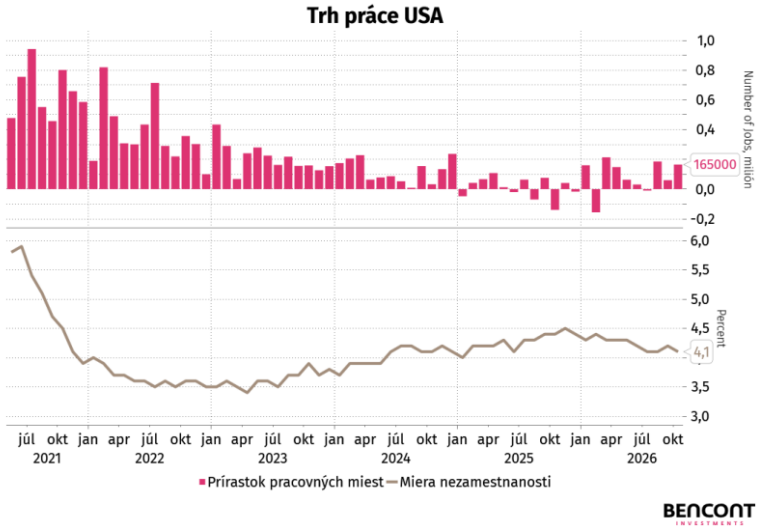


Graf zároveň ukazuje, že spotreba domácností rastie rýchlejšie než disponibilný príjem, čím vytvára tlak na mieru úspor. Domácnosti však na agregátnej úrovni stále vytvárajú kladné

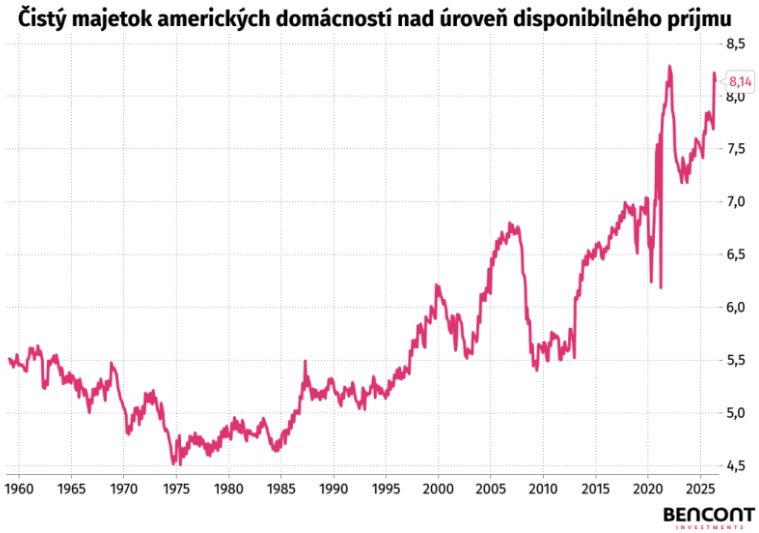
úspory. Miera úspor amerických domácností dnes dosahuje 3,8 %, nejde však o jej najnižšiu hodnotu v sledovanej histórii. Ešte nižšie úrovne zaznamenali domácnosti v júni 2022 (2,4 %) a v júli 2005 (1,4 %). Práve vývoj miery úspor pomáha vysvetliť, prečo môže spotreba rásť rýchlejšie než disponibilný príjem. Domácnosti v USA sporia stále menej, čo im pomáha udržiavať životnú úroveň, no zároveň vedie k poklesu úspor v ekonomike.



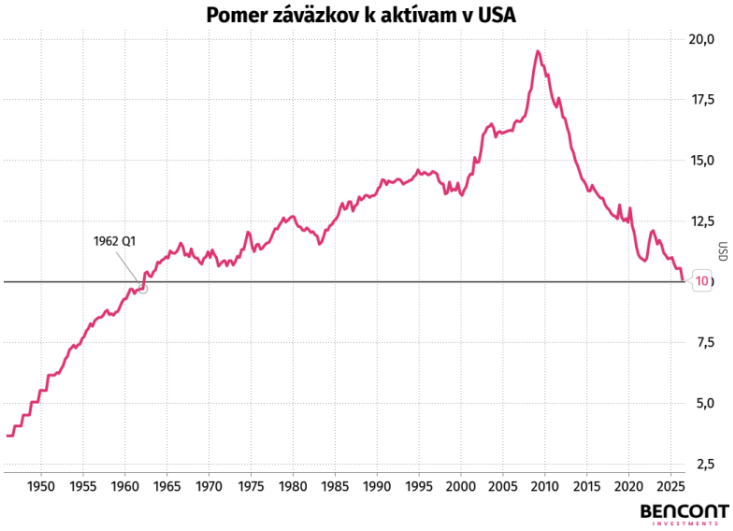
Pri nižšej miere úspor je preto potrebné zvážiť, čo domácnostiam umožňuje udržiavať súčasnú spotrebu. Najprv sa pozrieme na vývoj trhu práce. Miera nezamestnanosti je v USA dnes relatívne nízka, na úrovni 4,1 %, no prírastok nových pracovníkov od roku 2024 pripomína skôr stagnáciu než rast. Tento vývoj môže naznačovať, že spotrebitelia sú ochotní prispôsobovať svoje rodinné rozpočty tomu, či majú zamestnanie. Pokiaľ prácu majú, môžu siahnuť na úspory a financovať z nich súčasnú spotrebu. Ak sa však ich situácia zhorší, môže sa zvýšiť snaha sporiť, čo by spotrebu obmedzilo. Súčasný makroekonomický obraz amerického spotrebiteľa preto pôsobí nejednoznačne. Na jednej strane pozorujeme akcelerujúcu spotrebu, ktorá však nie je financovaná reálnym rastom miezd. Na druhej strane zostáva miera nezamestnanosti nízka, hoci trh práce už viac než dva roky vykazuje známky stagnácie.



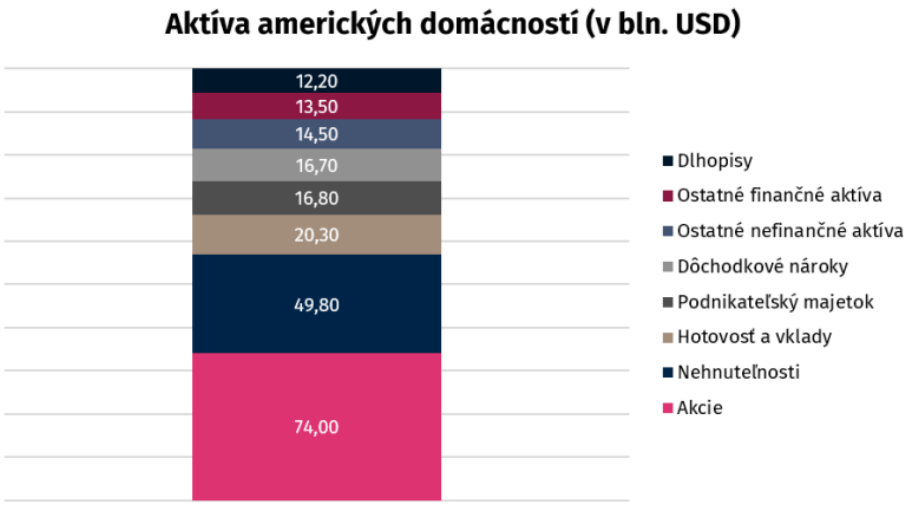
Index spotrebiteľského sentimentu, meraný univerzitou v Michigane, je dnes na najnižších úrovniach v sledovanej histórii. V apríli dosahoval tento index hodnotu 44,8, zatiaľ čo v októbri sa pohyboval na úrovni 51. Vývoj indexu potvrdzuje, že hoci spotrebitelia výrazne pociťujú inflačné tlaky a pomalší rast miezd, nie sú ochotní prispôsobiť svoju spotrebu rastu príjmov. Tento jav sa v mikroekonomickej teórii vysvetľuje efektom bohatstva, podľa ktorého rast majetku domácností pozitívne vplýva na ich spotrebu. Americké domácnosti v súčasnosti držia aktíva v hodnote 218 biliónov USD, pričom ich záväzky dosahujú len 22 biliónov USD. Súvaha domácností je preto mimoriadne silná, dokonca najsilnejšia v sledovanej histórii. Po odpočítaní záväzkov od aktív dostávame čistý majetok vo výške 196 biliónov USD. Nominálny disponibilný príjem amerických domácností za posledných 12 mesiacov presahuje 24 biliónov USD, takže ich čisté bohatstvo je viac ako 8-násobkom disponibilného príjmu.



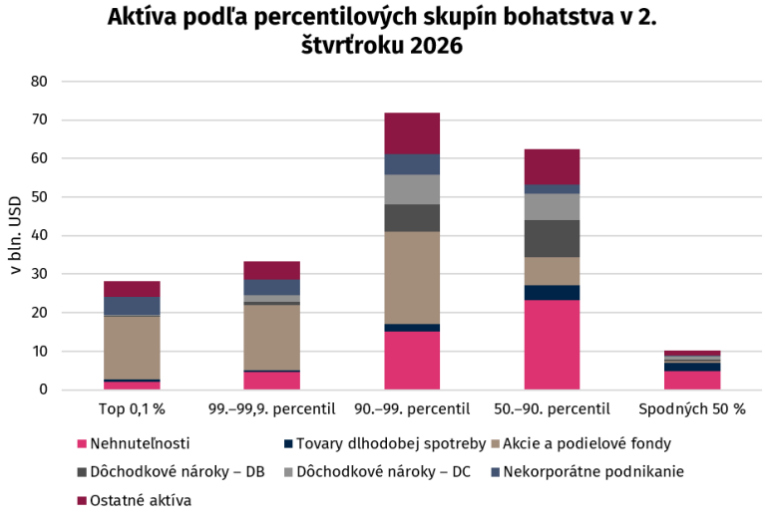
Pomer záväzkov k aktívam amerických domácností v súčasnosti dosahuje 10 %, pričom počas finančnej krízy vrcholil na úrovni 19,5 %. Od roku 2009 sa tak tento ukazovateľ znížil o 9,5 percentuálneho bodu a dosiahol hodnoty naposledy pozorované v 60. rokoch minulého storočia. Tento vývoj môže odrážať postupné splácanie záväzkov domácností, ale aj rast hodnoty ich aktív. Približne jednu tretinu súčasného majetku domácností tvoria akcie a 23 % predstavujú nehnuteľnosti. Spolu tieto dve položky tvoria viac ako 56 % majetku amerických domácností.



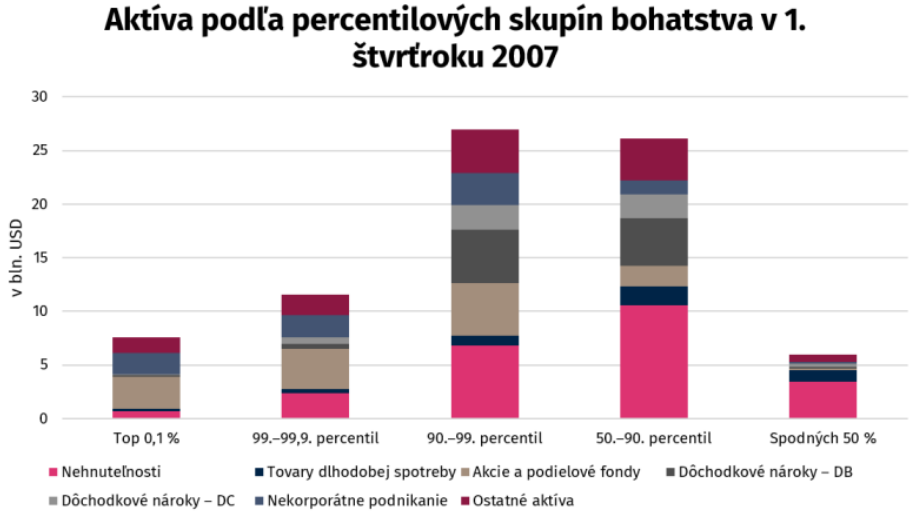
Za posledných 10 rokov vzrástli akciové trhy o viac ako 230 %, čo znamená, že majetok domácností v tejto triede aktív sa prakticky strojnásobil. Ceny nehnuteľností sa za rovnaké obdobie zvýšili o viac ako 40 %, no od roku 2022 prakticky stagnujú. Za touto stagnáciou stojí najmä rast úrokových sadzieb, ktoré vzrástli z 0,25 % vo februári 2022 až na 5,5 % v júli 2023. V súčasnosti sa pohybujú na úrovni 4 %. Aj napriek relatívne konkurencieschopným výnosom dlhopisov pokračovali akcie v posledných rokoch vo výraznom raste. Hlavným dôvodom tohto vývoja je výrazný rast korporátnych ziskov, podkladové zisky indexu S&P 500 sa v rokoch 2022 až 2025 kumulatívne zvýšili o 23,6 %.



Na lepšie pochopenie toho, kto drží americké bohatstvo, sa pozrieme na jeho rozdelenie medzi majetkové skupiny. Najbohatších 10 % Američanov disponuje približne 65 % celkových aktív domácností. Vyššia stredná trieda, ktorá patrí do 50. až 90. percentilu, drží viac ako 30 % aktív, zatiaľ čo spodných 50 % vlastní približne 5 %. Graf zároveň ukazuje výrazné rozdiely v štruktúre aktív domácností. Kým horných 10 % disponuje pomerne veľkou časťou majetku pochádzajúceho z držania akcií, vyššia stredná trieda má výrazné zastúpenie v nehnuteľnostiach. Hodnota aktív pochádzajúcich z nehnuteľností predstavuje viac ako 37 % aktív vyššej strednej triedy, zatiaľ čo pri horných 10 % ide len o približne 16 %. Naopak, podiel akcií na celkových aktívach vyššej strednej triedy dosahuje približne 12 %, kým pri horných 10 % presahuje 42 %. Ako sme už spomenuli, režim, v ktorom rast spotreby podporuje efekt bohatstva, môže byť zradný. Preto štruktúru majetku bližšie porovnáme s podobným historickým režimom.

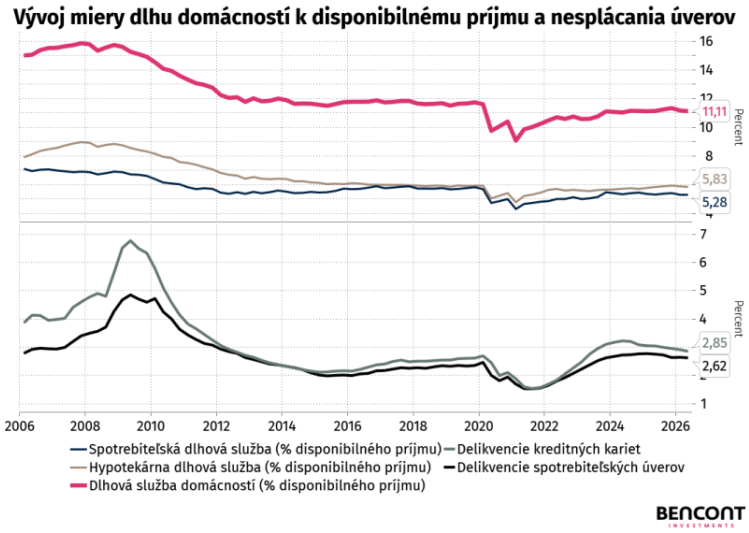


Na historické porovnanie režimov, v ktorých sledujeme výrazný efekt bohatstva, sme zvolili 1. štvrťrok 2007. Čistý majetok domácností vtedy dosahoval rekordnú úroveň, takmer 6,7-násobok disponibilného príjmu. Rovnako ako pri predchádzajúcom grafe budeme sledovať 3 hlavné skupiny Američanov. Najbohatších 10 % malo v tomto období na celkových aktívach približne 59-percentný podiel, vyššia stredná trieda 33,4 % a spodných 50 % domácností 7,6 %. Aj tu vidíme, že vyššia stredná trieda držala svoj majetok predovšetkým v nehnuteľnostiach. V 1. štvrťroku 2007 dosahovali priemerné predajné ceny nových nehnuteľností rekordnú úroveň 322 100 USD, pričom nehnuteľnosti predstavovali viac ako 40 % majetku vyššej strednej triedy. Horných 10 % naopak držalo v nehnuteľnostiach približne 21 % a v akciách 25 % svojich aktív. Vyššia stredná trieda mala v akciách zhruba 7 %, zatiaľ čo významnú časť jej majetku, približne 17 %, tvorili garantované budúce dôchodkové dávky.



Porovnanie súčasného majetkového postavenia amerických domácností s obdobím pred globálnou finančnou krízou odhaľuje významné rozdiely. Kým v rokoch 2006 až 2007 podporoval rast spotreby aj rast cien nehnuteľností a rozširovanie úverového financovania, dnešné domácnosti vstupujú do obdobia zvýšenej ekonomickej neistoty s podstatne nižším dlhovým zaťažením. Celková dlhová služba domácností v súčasnosti predstavuje približne 11,2 % disponibilného príjmu, pričom hypotekárne splátky tvoria 5,8 % a splátky spotrebiteľských úverov 5,3 %. Ide o výrazne nižšie hodnoty než pred finančnou krízou v roku 2008. Miery nesplácania kreditných kariet a spotrebiteľských úverov, ktoré dosahujú približne 2,9 % a 2,6 %, zároveň zostávajú pod historickými krízovými maximami. Tieto údaje naznačujú, že napriek nízkej miere úspor sa americké domácnosti zatiaľ nenachádzajú v situácii plošného úverového stresu. Súčasnú spotrebu preto nemožno interpretovať ako opakovanie predkrízového modelu z rokov 2006 až 2007. Hlavná zraniteľnosť dnes spočíva skôr v kombinácii slabšieho rastu

reálnych príjmov, nízkej tvorby úspor a citlivosti majetku na vývoj finančných trhov.

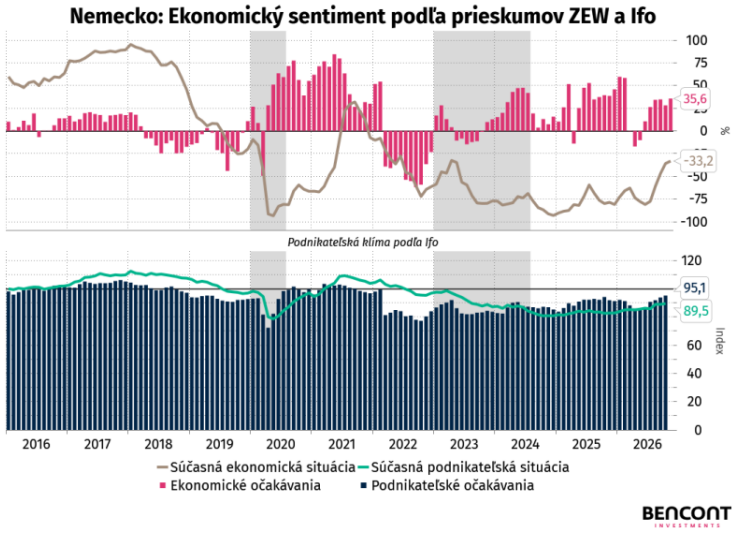


Hoci je súčasné makroekonomické prostredie pre amerického spotrebiteľa náročné, jeho relatívna sila zostáva dôležitým zdrojom rastu HDP. Ako sme uviedli v úvode, spotreba tvorí 67 % HDP, takže jej zrýchľovanie v krátkom období sa prejavuje aj na celkovej ekonomickej aktivite. Dôležitý je tiež vývoj reálnych hrubých súkromných investícií v USA, ktoré v treťom štvrťroku 2026 zaznamenali medzikvartálny anualizovaný rast presahujúci 19 %. Tieto investície zároveň podporujú trh práce a poskytujú spotrebiteľom priestor v podobe pracovných miest. Nízka miera úspor a stagnácia počtu nových pracovných miest však na druhej strane môžu naznačovať napätie na týchto trhoch. Najdôležitejším ukazovateľom, ktorý dnes ovplyvňuje amerického spotrebiteľa, je pomer jeho čistého majetku k disponibilnému príjmu. Ak domácnosti disponujú silnou súvahou a v náročných časoch dokážu využívať svoj majetok na preklenutie obdobia, kým reálne mzdy dobehnú ceny, situácia môže pôsobiť podstatne bezpečnejšie, než sa na prvý pohľad zdá. Ak však na akciových trhoch dôjde k výraznému poklesu a domácnosti prídu o značnú časť majetku, efekt bohatstva sa môže obrátiť a negatívne ovplyvniť spotrebu. Pokiaľ by dnes akciové trhy zaznamenali pokles o 20 %, hodnota majetku domácností by sa znížila približne o 7 %. Ak by zároveň došlo k poklesu na trhu nehnuteľností, ktorý ako sme uviedli, skôr stagnuje, celkový likvidný majetok domácností by utrpel významné straty. Preto zostáva kľúčové, aby sa ďalší rast spotreby postupne opieral viac o rast reálnych disponibilných príjmov než o ďalšie znižovanie miery úspor alebo zhodnocovanie majetku. Súčasné údaje zatiaľ nenaznačujú plošný úverový stres, no kombinácia oslabenia trhu práce a korekcie cien aktív by mohla spotrebu výraznejšie pribrzdiť. Americký spotrebiteľ je teda dnes majetkovo silný, no dlhodobá udržateľnosť jeho výdavkov bude závisieť najmä od vývoja zamestnanosti a reálnej kúpnej sily. (mš)

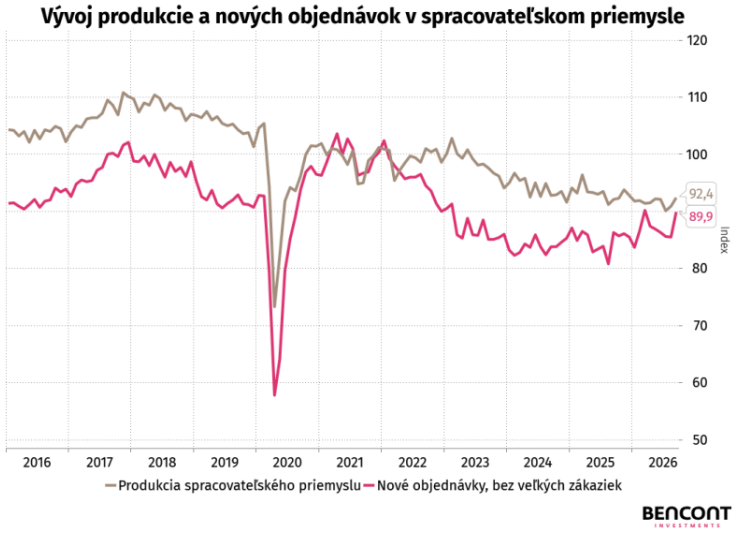
Ekonomický sentiment v Nemecku

Nemecká ekonomika sa po niekoľkých rokoch stagnácie postupne dostáva do mesiacov mierneho oživenia. Napriek pozitívnejším vyhliadkam však naďalej čelí viacerým štrukturálnym problémom, ktoré môžu obmedzovať jej rastový potenciál.

Novembrový prieskum ZEW, ktorý zachytáva pohľad finančných analytikov poukazuje na pretrvávajúci rozdiel medzi súčasným stavom ekonomiky a jej budúcimi vyhliadkami. V indexe je neutrálnou hranicou 0 bodov, takže súčasná hodnota -33,2 bodu znamená výraznú prevahu pesimizmu no z pohľadu tohto roka sa mierne znížila. Pre zdravé oživenie sa pritom musí súčasná situácia postupne vyšplhať z mínusu nad nulu. Očakávania podľa Zew na úrovni 35,6 bodu sa takisto ukazuje budúce zlepšenie ekonomického stavu Nemecka o pol roka. Naopak, podnikateľský index ifo (pohľad samotných firiem) má neutrálnu hranicu nastavenú na 100 bodoch, preto hodnoty 89,5 (súčasnosť) a 95,1 (očakávania) naznačujú, že firmy síce vnímajú podmienky stále ako podpriemerné, no aktuálne sa medzimesačne mierne posúvajú smerom ku hranici 100 bodov.



Pozitívnejšie očakávania sa iba čiastočne začínajú premietať aj do reálnej ekonomiky. A preto sa pozrieme na aktuálny stav spracovateľského priemyslu, ktorý v Nemecku tvorí podľa dlhodobého priemeru skoro 20 % HDP. Spracovateľský priemysel predstavuje podniky, ktoré premieňajú suroviny na konečný výrobok prostredníctvom organizovaných procesov, ktorého produkcia dosiahla v septembri 92,4 bodu, pričom medzimesačne vzrástla o 1,7 %. Nové objednávky bez veľkých zákaziek, teda bez mimoriadne objemných kontraktov, ktoré môžu skresľovať celkový vývoj, dosiahli 89,9 bodu. Medzimesačne pritom vzrástli o 5,1 %. Napriek tomuto zlepšeniu zostávajú oba ukazovatele výrazne pod úrovňami spred pandémie, čo naznačuje, že optimizmus zatiaľ nenachádza úplné potvrdenie v priemyselnej aktivite.



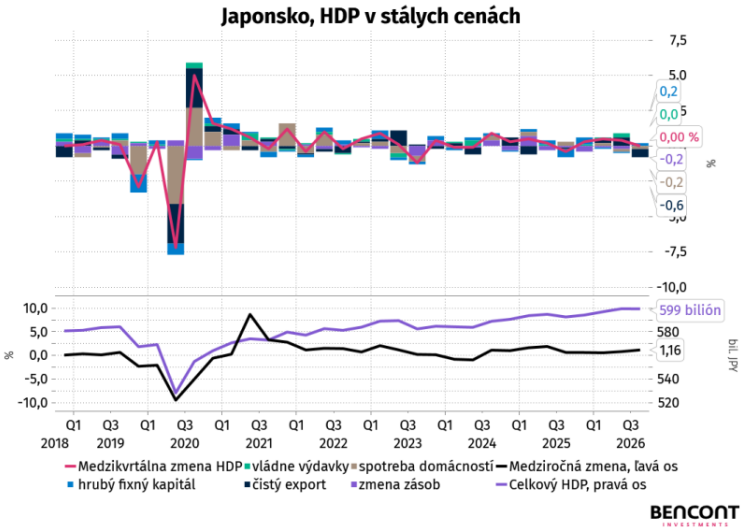
Nemecké hospodárstvo v treťom štvrťroku vzrástlo len o 0,2 % medzi kvartálne a 1,3 % medziročne. Akciový index DAX 40, ktorý porovnáva 40 najlikvidnejších spoločností v Nemecku medziročne vzrástol o 9,93 %, no v porovnaní od začiatku roka to je rast len 3,97 %. Podporou hospodárstva má byť aj štátny investičný fond v objeme 500 miliárd eur, ktorého cieľom je masívne financovanie strategických projektov, najmä v oblasti infraštruktúry, energetickej transformácie a modernizácie priemyslu. Vyššie verejné výdavky však zároveň zvyšujú tlak na zadlženosť a aj keď má Nemecko najnižší dlh k HDP spomedzi 7 ekonomicky najvyspelejších krajín sveta (G7), tak zvýšenie tohto dlhu nemusí znamenať jeho efektívne čerpanie. Za hlavné riziká nemeckej ekonomiky považujeme slabší zahraničný dopyt a vysoké energetické náklady obzvlášť pri rastúcich geopolitických napätiach. Nemecká ekonomika preto podľa výhľadu mierne prekonáva obdobie stagnácie, no jej oživenie zatiaľ stojí predovšetkým na očakávaniach, nie na presvedčivom obnovení konkurencieschopnosti priemyslu. (lg)

Stagnácia ekonomického rastu Japonska v 3. kvartáli

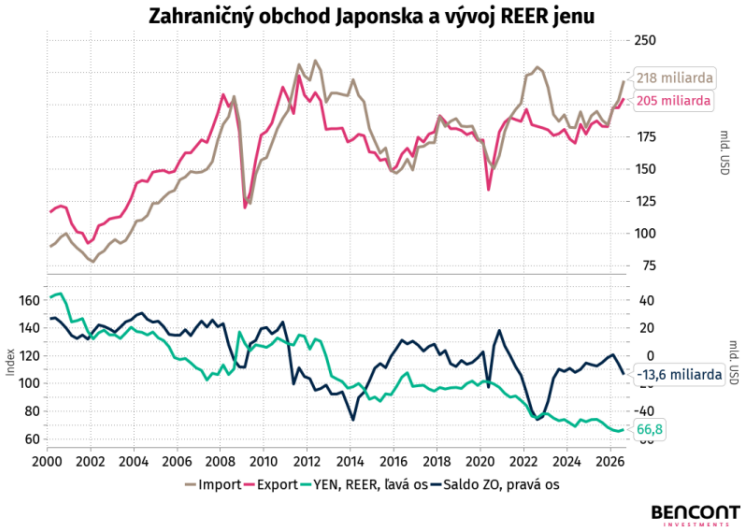
Pretrvávajúce geopolitické napätie naďalej výrazne ovplyvňuje svetovú ekonomiku. Japonské hospodárstvo skrz toto obdobie za posledný rok zaznamenalo len mierny rast a v súčasnosti stagnuje. Jeho vývoj ovplyvňuje rast cien energetických surovín a slabší domáci dopyt. Vysoká závislosť od dovozu energií spolu s dlhodobo slabým jenom zvyšuje citlivosť krajiny na vonkajšie šoky. Výsledky tretieho štvrťroka tak poukazujú nielen na aktuálnu výkonnosť ekonomiky, ale aj na jej problémy a riziká.

Reálny hrubý domáci produkt (HDP) dosiahol v treťom štvrťroku približne 599 biliónov jenov, čo predstavuje medziročný rast o 1,16 %. V porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom však

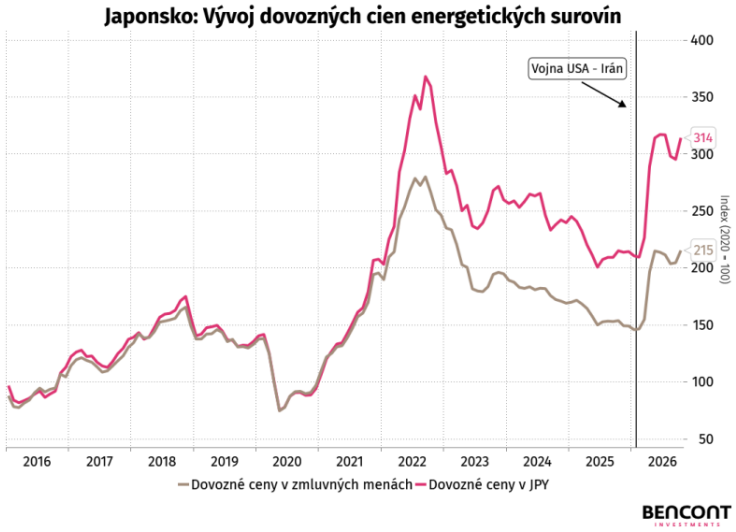
ekonomika stagnovala. Keď sa však pozrieme na historické údaje, tak sa ukazuje opakujúca slabšia výkonnosť práve v tomto období. V piatich z posledných šesť rokov japonská ekonomika v 3Q medzi kvartálne klesla. Jedným z možných vysvetlení sú nepriaznivé poveternostné a klimatické podmienky počas leta. Tento rok sa vyskytlo až 17 tajfúnov a teploty prekročili 40 °C v 36 prípadoch. V spojení s obvykle slabšou letnou spotrebou domácností môžu tieto podmienky tlmiť aktivitu domácností aj podnikov. Ekonomiku v 3Q naopak podporila najmä tvorba hrubého fixného kapitálu, teda dlhodobé investície do strojov, technológií či infraštruktúry. Ťahali ju najmä firmy, ktoré na nedostatok pracovnej sily súvisiaci so starnutím obyvateľstva reagujú investíciami do automatizácie a umelej inteligencie. Rast investícií však čiastočne pribrzdil pokles v bytovej výstavbe a vo verejnom sektore. Negatívne na vývoj ekonomiky pôsobil čistý export, teda rozdiel medzi vývozom a dovozom, ktorý medzi kvartálne klesol o 0,6 %. Dôvodom bol najmä výrazný rast dovozu o 2,5 %, zatiaľ čo vývoz klesol o 0,2 %.



Práve slabší príspevok zahraničného obchodu úzko súvisí aj s dlhodobým oslabovaním japonského jenu. Reálny efektívny výmenný kurz (REER), ktorý zohľadňuje kurz meny voči obchodným partnerom aj rozdiely v cenových hladinách, dosiahol v septembri hodnotu 66,8 bodu. Slabšia mena síce zvyšuje atraktivitu exportérov, nakoľko si krajiny budú môcť importovať tovar za lacnejšie, no zároveň sa výrazne predražuje dovoz surovín a výrobných vstupov práve pre Japonsko. Tento problém je obzvlášť výrazný pri energetike, keďže Japonsko dováža väčšinu potrebných fosílnych palív. Približne 70 % importu ropy navyše prechádza cez Hormuzský prieliv.

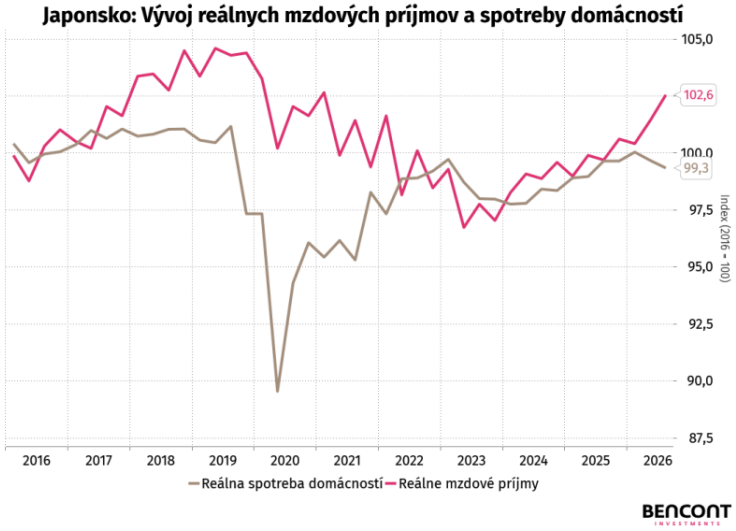


Závislosť od dovozu energií sa prejavuje hlavne pri obmedzení prepravy cez Hormuzský prieliv, ktoré zvyšuje ceny aj ostatných kritických energetických komodít. Skvapalnený zemný plyn (LNG) sa podieľa približne 30 % na výrobe elektriny a tvorí vyše 20 % celkového energetického mixu krajiny. Hoci cez prieliv prechádza len 6 % japonského dovozu LNG, rast cien plynu aj uhlia sa premieta do zdražovania elektriny v celom Japonsku. Slabý jen tento tlak ešte zosilňuje a zvyšuje náklady priemyselnej výroby. Súbeh rastúcich cien surovín a slabej meny vidieť aj na vývoji dovozných cien energetický surovín. Od začiatku vojny v Iráne výrazne vzrástli, pričom pri spoločnej báze od roku 2020 je dovoz v Jenoch až o 99 bodov vyšší než index v zmluvných menách.



Preto sa môžeme pozrieť aj na kúpnu silu domácností a vidíme, že od roku 2016 sa zvýšila len mierne. Index reálnych mzdových príjmov dosahuje 102,6 bodu, teda len o 2,6 % viac než v báze roka 2016, zatiaľ čo reálna spotreba je pri hodnote 99,3 bodu o 0,7 % nižšia. Ani tohtoročný rast

miezd zatiaľ nesprevádza oživenie spotreby. Podľa predbežných údajov za september 2026 reálne mzdy medziročne vzrástli o 2,2 %, no reálne spotrebné výdavky domácností s dvoma a viacerými členmi klesli o 6,8 %. Výsledky tak ukazujú, že rast kúpnej sily sa zatiaľ nepremieta do vyšších výdavkov domácností.



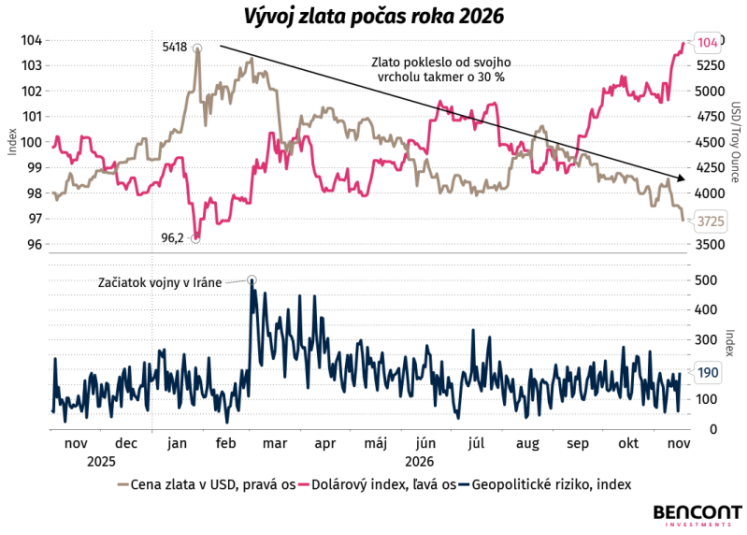
Najväčším rizikom pre Japonsko zostane aj naďalej súbeh silnej energetickej závislosti v čase geopolitických šokov, ktorá bude formovať rast jeho ekonomiky. Bank of Japan v tomto prostredí ukončila desaťročia uvoľnenej menovej politiky a pokračuje vo zvyšovaní základnej úrokovej sadzby (aktuálne na 1,25 %), čo vyhnal nahor aj výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov až k hranici 3 % (v treťom štvrťroku s priemerom 2,93 %). Okrem samotných sadzieb tlačila výnosy nahor aj rastúca riziková prémia, keďže verejný dlh krajiny dosahuje v roku 2026 približne 203 až 204 % HDP. Súčasné problémy preto nemožno vnímať len ako dočasný výkyv, ale ako zásadný test odolnosti celého ekonomického modelu krajiny. Ak sa Japonsko nezameria na štrukturálne zníženie energetickej zraniteľnosti, dôveryhodnú fiškálnu konsolidáciu a oživenie domáceho dopytu, jeho hospodársky rast môže začať spomaľovať ešte výraznejšie. (lg)

Zlato pokračuje v poklese pod tlakom makroekonomických faktorov

Trh so zlatom aktuálne prechádza jedným z najvýraznejších poklesov od roku 2013. Cena zlata sa z februárového maxima na úrovni 5 418 USD/tonu prepadla pod hranicu 3 800 USD/tonu, čo predstavuje pokles približne o 30 %. Len počas októbra 2026 sa cena znížila o viac ako 3 %, čo bol najvýraznejší októbrový pokles od globálnej finančnej krízy v rokoch 2008 až 2009.

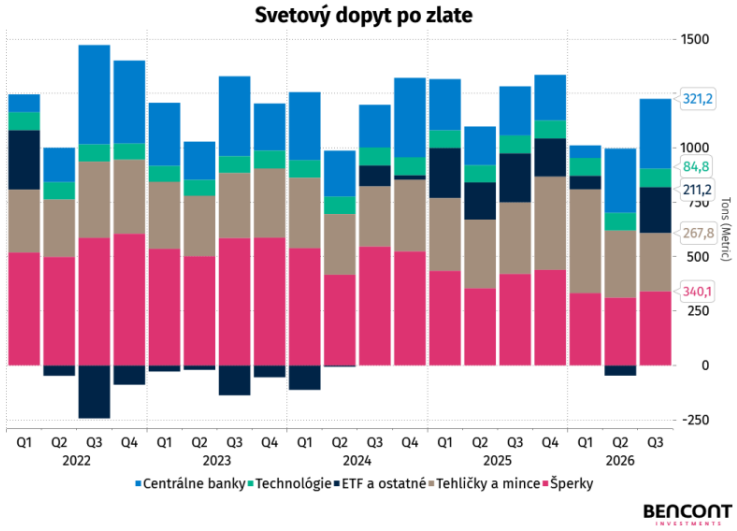
K poklesu ceny zlata prispievajú predovšetkým dva faktory. Prvým je prísnejšia menová politika amerického Fed-u a ďalších centrálnych bánk. Druhým je čiastočné zmiernenie obáv z ďalšej eskalácie konfliktov na Blízkom východe a v iných regiónoch.
V dôsledku očakávaného rastu inflácie pristupujú centrálne banky vo viacerých ekonomikách, predovšetkým v USA, k zvyšovaniu úrokových sadzieb. Vyššie sadzby sa následne premietajú do rastu výnosov štátnych dlhopisov, ktoré sa pre investorov stávajú atraktívnejšími. Časť kapitálu sa preto presúva zo zlata na dlhopisový trh. Tento vývoj zároveň podporuje americký dolár, a to nielen voči zlatu, ale aj voči ostatným svetovým menám. Dolárový index sa v dôsledku toho dostal na najvyššiu úroveň od marca 2025. Trhy zároveň očakávajú, že Fed na svojom najbližšom zasadnutí v decembri opäť zvýši úrokové sadzby o 25 bps, čím by sa cieľové pásmo posunulo zo súčasných 3,75 až 4 % na 4 až 4,25 %.

Druhým faktorom je čiastočné zmiernenie geopolitického napätia na Blízkom východe. Hoci sa v septembri objavili nové strety s húsijskými povstalcami na Arabskom polostrove, bezprostredné boje sa výraznejšie nerozšírili do ďalších oblastí. V prípade vzťahov medzi USA a Iránom pokračujú nepriame rokovania prostredníctvom Kataru a Ománu. Napriek tomu, že medzi oboma stranami momentálne neprebiehajú boje v rozsahu, aké bolo možné pozorovať v marci, naďalej dochádza k menším vojenským operáciám. Tie však zatiaľ zásadne nemenia vývoj ani celkový charakter konfliktu. Zaujímavý je najmä vývoj ceny zlata od začiatku konfliktu. Zlato tentoraz nereagovalo spôsobom typickým pre bezpečné aktívum, keďže napriek pokračujúcemu geopolitickému napätiu jeho cena prevažne klesala.

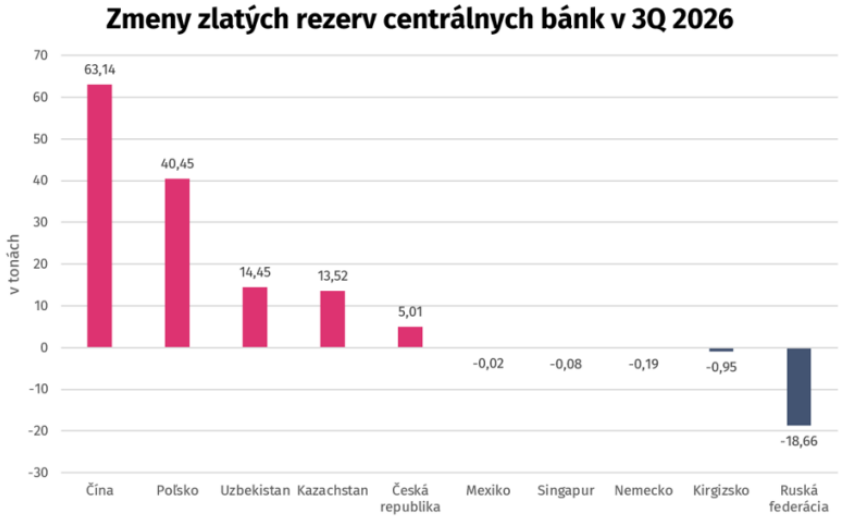


Pri pohľade na dopytovú stranu trhu sa celkový dopyt po zlate za 3Q 2026 vyšplhal na takmer 1 250 ton. V porovnaní s predchádzajúcimi dvoma kvartálmi tak vzrástol približne o 225 až 250 ton. Šperkársky dopyt sa medziročne oslabil o 17 % na 340,1 tony. Tento pokles možno pripísať

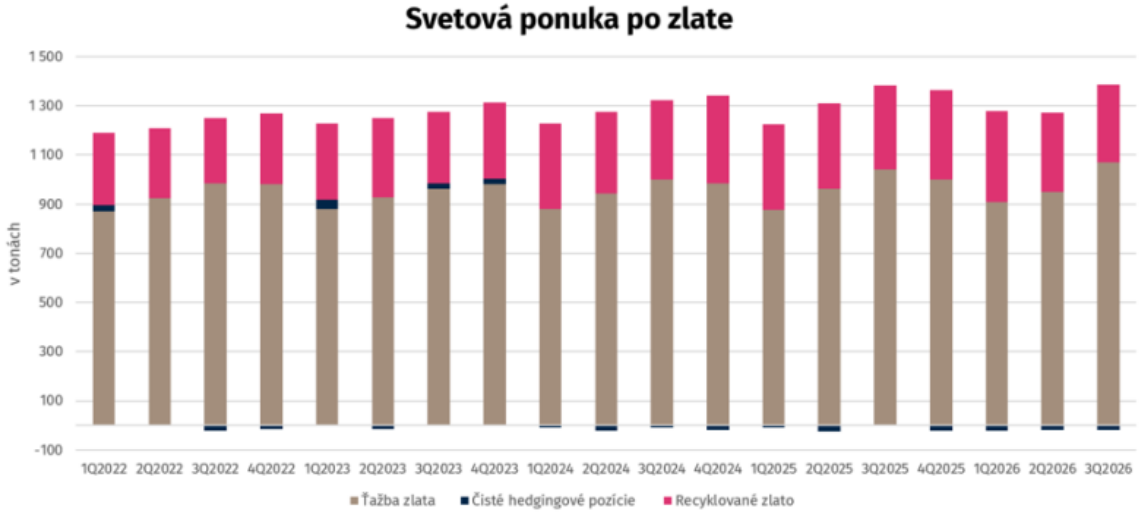
výraznému rastu ceny zlata, ktorý tlmil záujem o šperky. Dopyt po zlatých tehličkách a minciach dosiahol 267,8 tony, čím sa čiastočne oslabil oproti 1Q 2026, keď predstavoval až 476,8 tony. K najvýraznejšej zmene došlo pri dopyte zo strany investičných ETF. Tie v 3Q 2026 nakúpili až 211,2 tony zlata, zatiaľ čo v predchádzajúcom kvartáli zaznamenali odlev zodpovedajúci približne 47,3 tony. Dopyt po zlate zo strany technologického sektora zostal stabilný. Centrálne banky zároveň opätovne nakupovali zlato, pričom ich nákupy dosiahli až 321,2 tony.



Keď sa pozrieme na to, kto spomedzi centrálnych bánk zlato nakupoval a predával, zistíme, že Čína sa v 3Q 2026 stala jeho najväčším kupcom. Nakúpila až 63,1 tony zlata, pričom čínska centrálna banka zvyšovala svoje zlaté rezervy už tretí kvartál po sebe. Podobne je na tom aj Poľsko, ktoré sa v roku 2026 pravdepodobne stane najväčším kupcom zlata z hľadiska nakúpeného objemu. V 3Q 2026 sa jeho zlaté rezervy opätovne zvýšili, a to o 40,5 tony. V prípade Poľska môže byť výraznejšia tvorba zlatých rezerv spojená s očakávanou vyššou infláciou. Pri Číne zohrávajú významnejšiu úlohu skôr geopolitické dôvody a snaha zvýšiť podiel zlata v likvidných rezervách štátu. Jednou z krajín, ktorá sa v roku 2026 pravdepodobne stane čistým predajcom zlata, bude Rusko. V 3Q 2026 predalo až 18,7 tony zlata. Rusko z dôvodu problémov s exportom ropy –(viac sme písali v BWR 46) hľadá ďalšie možnosti financovania vojnových výdavkov. Jednou z nich sú práve zlaté rezervy, ktorých objem v Rusku dosahuje až 2 264,3 tony. Pri aktuálnej cene predstavuje ich hodnota takmer 270,5 mld. USD.



Zdroj: World Gold Council



Zdroj: World Gold Council

Z pohľadu ponukovej strany trhu môžeme vidieť, že celková ponuka zlata v 3Q 2026 dosiahla 1 368,6 tony, čo je porovnateľná úroveň ako v 3Q 2025. Samotná ťažba predstavovala až 1 070 ton a recyklácia približne 314 ton zlata. V prípade ťažby išlo o historicky najvyšší objem zaznamenaný v 3Q. Recyklácia zlata, naopak, klesla v tomto kvartáli na trojročné minimum.

Napriek tomu, že priemerná trhová cena zlata bola v 3Q 2026 medziročne vyššia o 23 %, celková ponuka medziročne klesla o 1 %.

Potvrdzuje sa tak, že ponuka zlata reaguje na cenové výkyvy s výrazným časovým oneskorením

a je pevne limitovaná kapacitami ťažby a recyklácie.

V najbližších mesiacoch pravdepodobne zostane trh so zlatom pod tlakom rastúcich úrokových sadzieb a silného amerického dolára. Zároveň však môžeme pozorovať, že centrálne banky zostávajú významnými nákupcami zlata a investori obnovili svoj záujem prostredníctvom ETF fondov. Očakávať možno aj možné oživenie dopytu zo strany šperkárskeho odvetvia, ktoré bolo v posledných rokoch pod tlakom rastúcej ceny zlata. Šperkársky segment pritom v minulosti predstavoval najväčšiu zložku dopytu po zlate, zatiaľ čo v súčasnosti je dopyt z tohto segmentu približne polovičný. Súčasný vývoj naznačuje, že vplyv prísnejšej monetárnej politiky, vyšších výnosov dlhopisov a silnejšieho amerického dolára prevážil nad dopytom po zlate ako bezpečnom prístave. (mmm)

Ropa klesá v dôsledku obnovenia produkcie na Blízkom východe

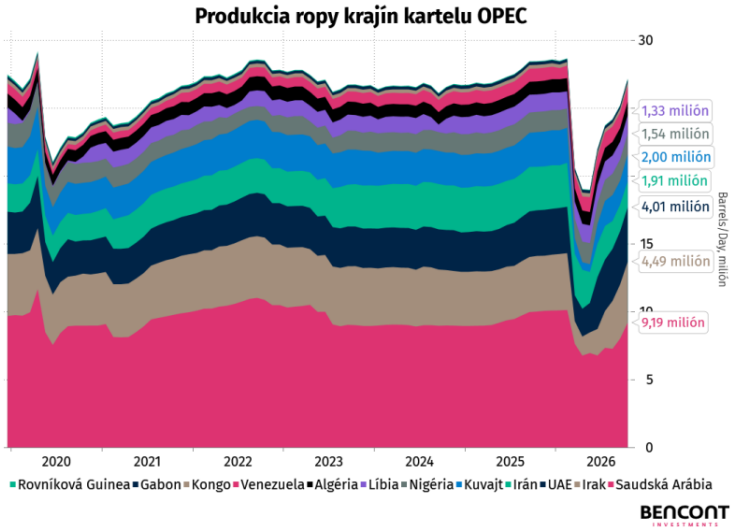
Ceny ropy od októbra výrazne klesli. Kým Brent v októbri dosahoval 117,8 USD za barel a americká ropa WTI 102,8 USD za barel, v súčasnosti sa obchodujú na úrovniach 93,7 USD, respektíve 82,7 USD za barel. Po výraznom raste, keď ropa od júnového minima zdražela až o 65,4 %, sa v posledných týždňoch dostala pod tlak. K poklesu cien prispieva predovšetkým obnovenie produkcie na Blízkom východe, ako aj deeskalácia situácie v tomto regióne.

Pokles ceny ropy spôsobuje kombinácia rastúcej ponuky a slabšieho rastu dopytu. Globálny dopyt po rope sa medziročne zvýšil len o 0,2 mil. barelov denne, na 105,7 mil. barelov denne. V roku 2027 sa však očakáva zrýchlenie jeho rastu o 2,6 mil. barelov denne, vďaka čomu by mal celkový dopyt dosiahnuť 108,3 mil. barelov denne. Vývoj na trhu ovplyvňuje aj pokles zásob v USA, ktoré sa v 3Q 2026 medzikvartálne znížili z 321 mil. na 283 mil. barelov.



Produkcia krajín spoločenstva OPEC sa po výraznom prepade na začiatku roka 2026, keď boli zasiahnuté udalosťami spojenými s vojnou v Iráne, znížila z 27,5 mil. bar. denne až na 18 mil. bar. denne v apríli. Odvtedy sa však boje medzi zúčastnenými stranami čiastočne upokojili a ich intenzita sa znížila na úroveň menších konfliktov a jednotlivých zásahov v Iráne a ďalších krajinách Blízkeho východu.

Aj keď došlo k niekoľkým významným udalostiam, ako boli blokáda Hormuzského prielivu americkými loďami, zásah arabského ropovodu či útoky Húsíov v prielive Báb al-Mandab, produkcia sa napokon opäť obnovila a v súčasnosti dosahuje takmer 23 až 24 mil. barelov denne. Zaujímavosťou však je, že väčšina obnoveného exportu ropy z tohto regiónu smeruje mimo Hormuzského prielivu. Keďže sa stabilná plavba tankerov cez túto oblasť stále neobnovila, napr. Saudská Arábia presmerovala takmer celý export ropy cez arabský ropovod do prístavu Yanbu na pobreží Červeného mora.

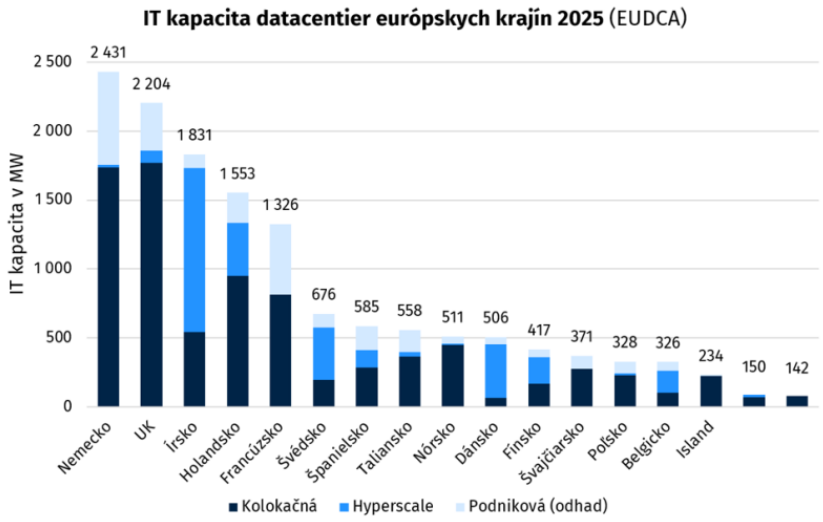


Súčasná situácia na trhu s ropou by mala pretrvávať až do konca roka, pokiaľ sa výrazne nezhorší prebiehajúci konflikt. Dôvodom je aj skutočnosť, že prognózy na 4Q 2026 počítajú so vznikom prebytku ponuky na úrovni približne 2 mil. barelov denne, pričom tento prebytok by mal pretrvávať aj v roku 2027.To by malo podľa očakávaní vplývať aj na cenu ropy Brent, ktorá by sa mala dostať pod úroveň 90 USD za barel a v roku 2027 postupne klesnúť na priemernú úroveň 86 USD za barel. Ak by však došlo k opätovnému výskytu geopolitických šokov, cena ropy Brent by sa mohla vrátiť až k úrovni 114,5 USD za barel. (mmm)

V akom stave je výstavba datacentier v Európe?

Datacentrá patria medzi najrýchlejšie rastúce segmenty európskeho trhu komerčných nehnuteľností. Rozmach umelej inteligencie a cloudových služieb zvyšuje dopyt po týchto infraštruktúrnych budovách, ktorých hodnota závisí predovšetkým od dostupnosti elektrickej energie, internetového pripojenia a chladiacich systémov. Datacentrá možno rozdeliť do troch základných kategórií. Podnikové datacentrá slúžia na vlastné potreby firiem a ich kapacita sa zvyčajne pohybuje od desiatok kilowattov po niekoľko megawattov. Kolokačné datacentrá predstavujú komerčné nehnuteľnosti, v ktorých prevádzkovateľ prenajíma priestor a technickú infraštruktúru viacerým zákazníkom (často aj na služby AI). Ich kapacita dosahuje spravidla jednotky až desiatky megawattov. Najväčšie hyperscale datacentrá sú vlastnené globálnymi technologickými spoločnosťami, ako sú Amazon, Microsoft či Google, pričom jednotlivé zariadenia majú spravidla kapacitu nad 20 MW a rozsiahle kampusy môžu dosahovať stovky megawattov.

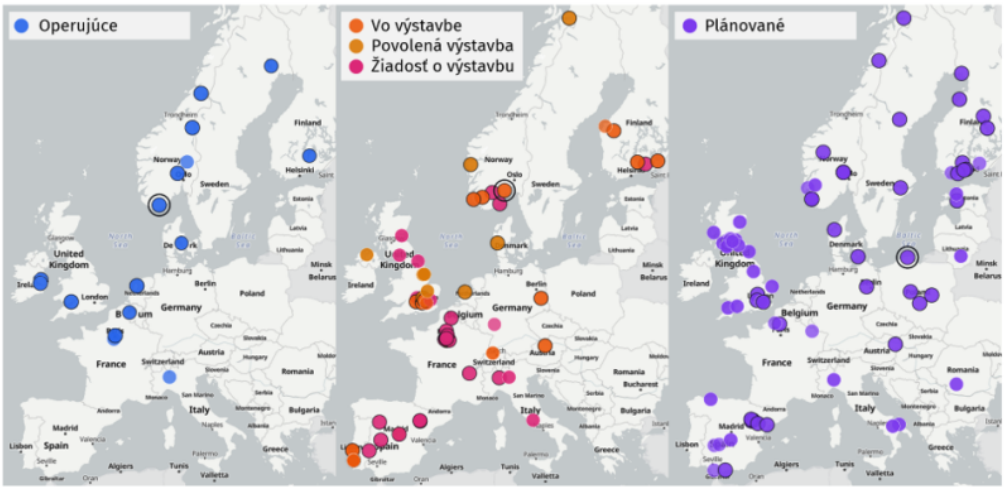
Podľa Európskej asociácie datacentier (EUDCA) dosiahla celková IT kapacita európskych datacentier na konci roka 2025 približne 14,8 GW, z čoho 8,7 GW pripadalo na kolokačné, 3,0 GW na hyperscale a 3,1 GW na podnikové zariadenia. Najväčšou infraštruktúrou disponuje Nemecko (2 431 MW), nasledované Spojeným kráľovstvom (2 204 MW), Írskom (1 831 MW), Holandskom (1 553 MW) a Francúzskom (1 326 MW). Výrazné rozdiely však vidieť pri hyperscale datacentrách, kde jednoznačne dominuje Írsko s kapacitou 1 189 MW, nasledované Dánskom (387 MW), Holandskom (385 MW) a Švédskom (379 MW). Nemecko napriek svojej veľkosti vykazuje v tejto kategórii iba 20 MW, pričom značná časť jeho výpočtovej infraštruktúry sa nachádza v kolokačných budovách.



Pri výbere lokality AI datacentier rozhodujú dva faktory – dostupnosť elektrickej energie a kvalita sieťového pripojenia. Trénovanie rozsiahlych AI modelov vyžaduje spoľahlivý elektrický príkon porovnateľný s odberom menšieho mesta, zatiaľ čo pri inferencii, teda využívaní natrénovaných modelov, je dôležitá nízka latencia a blízkosť používateľov. Významnými internetovými uzlami sú Frankfurt, Amsterdam, Londýn či Viedeň, ale aj prístavné lokality napojené na podmorské optické káble, napríklad Marseille, Lisabon a Sines. Pre energeticky náročné AI kampusy sú atraktívne najmä severské krajiny vďaka dostupnej vodnej a veternej energii, chladnejšiemu podnebiu a rozsiahlym pozemkom. Dánsko, Švédsko, Fínsko a Nórsko tak v roku 2025 disponovali spoločnou hyperscale kapacitou 971 MW.

Výrazný rozmach však zažíva aj južná Európa, predovšetkým Španielsko, Portugalsko a Taliansko. Podľa EUDCA má ísť o najrýchlejšie rastúci región s priemerným ročným rastom IT kapacity až 36 % do roku 2031. Expanzii napomáhajú nové transatlantické a stredomorské optické káble, potenciál solárnej a veternej energie aj investície globálnych cloudových operátorov. Rast zároveň urýchľujú kapacitné obmedzenia tradičných európskych centier, ako sú Frankfurt, Londýn, Amsterdam či Dublin, kde výstavbu komplikujú preťažené elektrické siete, nedostatok pozemkov a zdĺhavé povoľovacie procesy.

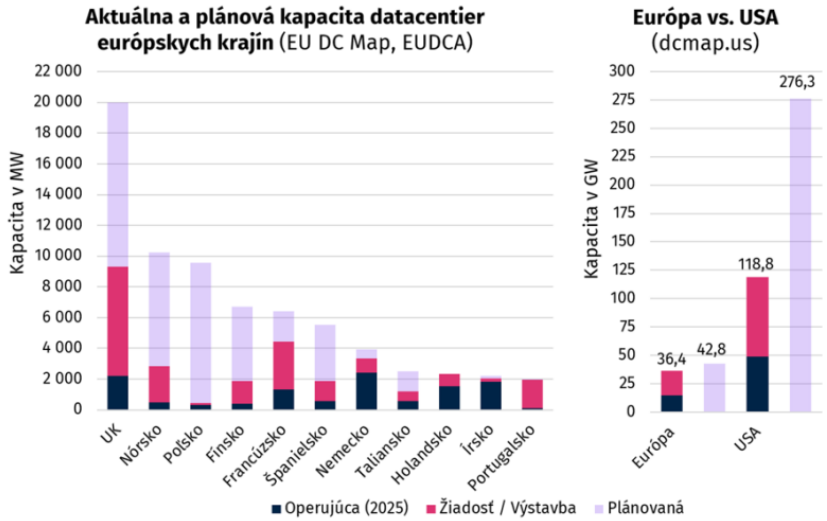
Európske datacentrá s kapacitou napájania nad 100 MW (zdroj: EU DC Maps)



Európu čaká výrazné rozšírenie datacentrovej infraštruktúry. Podľa EU DC Maps dosahuje kapacita projektov vo výstavbe alebo v povoľovacom procese až 21,6 GW, pričom takmer 80 % (17,2 GW) pripadá na 63 veľkých datacentier s kapacitou aspoň 100 MW. Z nich je 23 vo výstavbe, 12 už získalo stavebné povolenie a ďalších 28 oň žiada. Najväčší objem pripravovanej kapacity eviduje Spojené kráľovstvo (7,1 GW), kde dominujú projekty Chapelcross a Elsham Tech Park s kapacitou po 1 000 MW či Cato a London Data Freeport s kapacitou po 600 MW. Nasleduje Francúzsko (3,1 GW) s pripravovaným AI kampusom Fouju (848 MW) a Nórsko (2,3 GW), kde je už vo výstavbe datacentrum Gromstul s kapacitou 600 MW. Významné objemy projektov

evidujú aj Portugalsko (1,9 GW), Fínsko (1,5 GW), Španielsko (1,3 GW) a Nemecko (0,9 GW). Uvedené kapacity však ešte nepredstavujú skutočne prevádzkovaný výkon a môžu zahŕňať aj plánovanú kapacitu elektrického pripojenia, nielen samotný IT výkon.

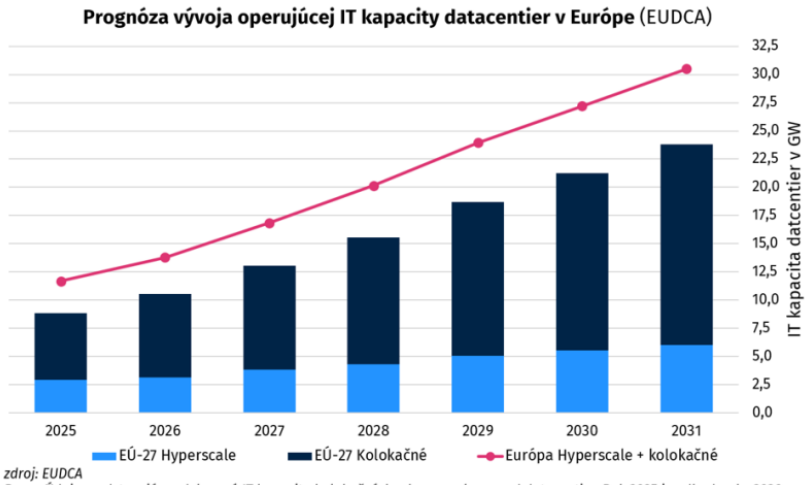
Ešte výraznejší rast naznačujú projekty, ktoré sú zatiaľ len vo fáze plánovania. Podľa EU DC Maps sa v Európe eviduje 102 plánovaných datacentier s kapacitou nad 100 MW, ktoré spolu predstavujú až 39,8 GW, teda približne 93 % z celkovej evidovanej plánovanej kapacity 42,8 GW. Najväčšie investičné ambície má Spojené kráľovstvo (10,7 GW), kde rozmach podporuje silný dopyt po cloudových a AI službách, postavenie Londýna ako jedného z hlavných internetových uzlov Európy aj vládna iniciatíva AI Growth Zones, ktorá má uľahčiť povoľovanie a energetické pripájanie nových projektov. Výstavba megaprojektov sa preto plánuje aj mimo tradičného londýnskeho trhu, napríklad v Alverdiscott (1 500 MW) či škótskom North Ayrshire (1 000 MW). Mimoriadne ambiciózne je aj Poľsko (9,1 GW), kde v lokalite Choczewo pri Baltskom mori vzniká zámer Baltic Data Center Campus s kapacitou až 3 200 MW. Ide o najväčší samostatne plánovaný projekt, rozsahom porovnateľný s americkými megakampusmi. Jeho výhodou má byť blízkosť významnej elektrickej rozvodne, rozvíjanej veternej energetiky a budúcej jadrovej elektrárne. Kampus sa pripravuje v štyroch etapách po 800 MW, pričom uvádzaných 3,2 GW predstavuje kapacitu elektrického pripojenia, nie už zabezpečený IT výkon. Významnú plánovanú kapacitu evidujú aj Nórsko (7,4 GW), Fínsko (4,8 GW), Španielsko (3,6 GW), Francúzsko (2,0 GW), Taliansko (1,3 GW) a Švédsko (1,0 GW). Tieto objemy však predstavujú developerské zámery, ktorých realizácia bude závisieť najmä od financovania, povoľovania a dostupnosti elektrickej energie.



Rozsah európskeho datacentrového boomu však stále výrazne zaostáva za Spojenými štátmi. Kým Európa disponovala v roku 2025 IT kapacitou 14,8 GW, americká databáza dcmap.us eviduje približne 49,2 GW prevádzkovanej kapacity. Rozdiel je výrazný aj pri nových projektoch. V Európe

dosahuje kapacita datacentier vo výstavbe alebo v povoľovacom procese 21,6 GW a ďalších 42,8 GW je plánovaných. V USA je vo výstavbe až 69,6 GW a v pláne ďalších 276,3 GW. Po pripočítaní rozostavanej kapacity k existujúcej tak USA vykazujú 118,8 GW a Európa 36,4 GW. Tieto hodnoty však nemožno považovať za prognózu dokončenej kapacity, keďže časť projektov nemusí byť realizovaná a databázy kombinujú IT výkon s kapacitou elektrického pripojenia.

Podľa prognózy EUDCA by mala európska kolokačná a hyperscale IT kapacita vzrásť z 11,7 GW v roku 2025 na 30,5 GW v roku 2031, čo predstavuje priemerný ročný rast 17,3 %. V samotnej EÚ-27 sa očakáva zvýšenie z 8,8 na 23,8 GW, teda približne 18 % ročne. Prognóza pritom nezahŕňa podnikové datacentrá. Spojené štáty by mali expandovať ešte rýchlejšie. Podľa BloombergNEF by ich inštalovaná kapacita mohla do roku 2030 dosiahnuť približne 118 GW, čo oproti roku 2025 predstavuje rast okolo 20 % ročne.



zdroj: EUDCA
Pozn.: Údaje predstavujú modelovanú IT kapacitu kolokačných a hyperscale-owned datacentier. Rok 2025 je odhad, roky 2026–2031 predstavujú prognózu. Podnikové datacentrá nie sú zahrnuté. Európa zahŕňa EÚ-27 aj vybrané nečlenské krajiny.

Expanzia datacentier sa premieta nielen do rastúcich stavebných investícií, ale aj do čoraz významnejšieho príspevku k európskej ekonomike. Podľa EUDCA by mali ročné investície do výstavby a technického vybavenia kolokačných a hyperscale datacentier vzrásť z 22,8 mld. eur v roku 2025 na 38,4 mld. eur v roku 2031. Európa však naďalej výrazne zaostáva za Spojenými štátmi, kde stavebné výdavky v septembri 2026 dosiahli anualizovanú úroveň 96,5 mld. USD, teda približne 88 mld. eur, čo predstavuje takmer trojnásobok európskej prognózy na rok 2026. Ide pritom výlučne o stavebné práce a technickú infraštruktúru, bez nákladov na servery a AI čipy. Investičný rozmach zároveň podporuje stavebníctvo, energetiku, technologické odvetvia a tvorbu kvalifikovaných pracovných miest, čím sa jeho prínos násobí naprieč ekonomikou.

Celkový príspevok kolokačných datacentier k európskemu HDP sa v roku 2025 odhaduje 54,5 mld. eur a v roku 2031 by mal vzrásť na 137,5 mld. eur. V samotnej EÚ-27 sa očakáva zvýšenie z 37,8 na 104,6 mld. eur. Európa si strategický význam datacentier čoraz viac uvedomuje

a rozbieha rozsiahle investičné projekty, no v porovnaní s USA stále zaostáva v rozsahu výstavby aj tempe rozširovania kapacít. O jej pripravenosti na éru umelej inteligencie preto rozhodne najmä schopnosť premeniť ambiciózne plány na fungujúcu infraštruktúru. Datacentrá už totiž nie sú iba ďalším segmentom komerčných nehnuteľností, ale stávajú sa strategickou infraštruktúrou s geopolitickým významom najvyššieho stupňa, od ktorej bude závisieť technologická suverenita, ekonomická konkurencieschopnosť a postavenie Európy v globálnej AI ekonomike. (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.