# KOMENTÁR

8. január 2026

## Dva pohľady - 2025 a 2026

**Pohľad späť**

Rok 2025 máme za sebou a myslím, že viacerí z nás ho vnímajú ako jeden z najdivokejších vôbec. A to nielen z pohľadu samotných dennodenných udalostí na finančnom trhu, ale aj z pohľadu strategického vplyvu v dlhšej budúcnosti.

Po výhre Donalda Trumpa v novembri 2024 trhy v očakávaní znížení daní a regulácií rástli. Už prvé kroky staronového prezidenta však boli kontroverzné, predovšetkým v oblasti zahranično-obchodnej politiky, kde má prezident veľké slovo. Trump začal hneď po svojej januárovej inaugurácii obmedzovať medzinárodné záväzky USA a agresívnou colnou politikou bojovať najmä s tými krajinami, voči ktorým má USA obchodný deficit vrátane partnerských krajín USA. Doma umožnil svojmu spojencovi Elonovi Muskovi začať napĺňať ambiciózny plán – ročne ušetriť 30 % federálnych výdavkov (cca 2 bil. USD) zvýšením efektivity štátnej správy. Ako bolo ľahké predpokladať a ako dnes už aj vieme, cieľ nebol ani len zďaleka naplnený.

Kroky americkej administratívy začal trh onedlho vyhodnocovať ako príliš zásadné, odvážne a s nejasným koncom a do mesiaca od inaugurácie sa dôvera trhu vytratila. A tak napríklad americký index S&P 500 padol od 19. marca do 8. apríla o 19 %, európsky Stoxx 600 za toto obdobie o 15 %.

Významným katalyzátorom bol tzv. Liberation Day (Deň oslobodenia) 2. apríla, a teda sumár oznámených „reciprocných ciel“. Principiálne celý import tovarov do USA bol zaťažený základným 10-percentným clom a na dovoz z krajín, s ktorými má USA obchodný deficit, boli clá vyššie, konkrétne na dovoz z EÚ vo výške 20 %. Po prudkej negatívnej reakcii trhu, hlavne na trhu štátnych dlhopisov, Trump pozastavil platnosť ciel na 90 dní. Zistilo sa, že aj Donald Trump má svoju Achillovu pätu a trh prestal klesať.

V priebehu ďalších mesiacov tlaky eskalovali, najviac s Čínou, ktorá je po Mexiku druhým najväčším dovozcom tovarov do USA a ktorá niekoľko mesiacov čelila colnej sadzbe vo výške 130 %. S EÚ bola po náročných rokovaniach s účinnosťou od 1. augusta dohodnutá colná sadzba vo výške 15 %. Celková efektívna colná sadzba na celý dovoz do USA sa s príchodom jesene stabilizovala na približne 20 %, najviac od 30. rokov minulého storočia – ešte na začiatku roku 2025 bola okolo 2,5 %. Zatiaľ máme za sebou len niekoľko mesiacov s vyššími clami, ale doterajšie trajektórie medzinárodného obchodu sa významne nenarušili a USA zaznamenáva len o niečo nižší schodok zahraničného obchodu.

Asi dve tretiny colných nákladov platia americkí spotrebitelia a tretina ide na vrub zníženia ziskovej marže rovnakým dielom pre amerických dovozcov a pre zahraničných vývozcov. Pre EÚ to pri celkovom vývoze do USA v sume vyše 530 mld. EUR znamená priamy vplyv na zníženie ziskovej marže európskych exportérov zhruba o 15 mld. EUR ročne, a teda asi pol percenta celkového zisku európskych korporácií. Samozrejme, ide o agregátne číslo, dosahy na jednotlivé firmy sú individuálne.

Colné príjmy amerického federálneho rozpočtu vzrástli v lete štvornásobne. Kým v roku 2024 sa na clách vyberalo mesačne priemerne okolo 7 mld. USD (za rok 80 mld. USD), teraz od augusta 2025 sa mesačne vyberá na clách okolo 30 mld. USD (ročne 360 mld. USD). Deficit federálneho rozpočtu sa však nezmenší, lebo ho bude zvyšovať nový daňovo-výdavkový zákon známy pod názvom One Big Beautiful Bill Act. Ide zhruba o súbor daňových škrtov a zároveň aj znížení rozpočtových výdavkov, ktoré v čistom zvýšia deficit federálneho rozpočtu o 300 – 400 mld. USD ročne (1 %

HDP). Zákon je účinný od 4. júla, ale väčšina dôsledkov príde až s nástupom nového fiškálneho roku od 1. októbra 2025.

Samozrejme, americká administratíva promuje oba zákony ako dlhodobo prospešné pre tamojšiu ekonomiku s tým, že pri colnom zákone pripúšťa krátkodobý negatívny vplyv. Ten sa prejavil len limitovane, keď v 3. kvartáli rástla americká ekonomika medziročne o 2,3 %, pričom slabým miestom boli len investície do fyzickej podnikovej infraštruktúry a do rezidenčnej výstavby. Aj tak však už júlové čísla z trhu práce boli horšie, ako trh čakal, preto FED v septembri pristúpil k znižovaniu úrokových sadzieb. V októbri a decembri to zopakoval a aktuálna hlavná úroková sadzba je 3,75 %.

Ani eurozóna v minulom roku príliš neochladla a v 3. štvrťroku 2025 rástla o 1,4 %, len o niečo pomalšie ako v 2. štvrťroku (1,6 %). ECB sa už na hrozbu spomalenia tentoraz pripravovala skôr a sadzby klesali už v prvom polroku 2025 na aktuálnych 2,15 %. Eurozóna je teraz v stabilnom móde, keď ju americké clá veľmi neoslabili, hrozbou je však čínska konkurencia, ktorá sa sťahuje z amerického trhu do Európy.

Rok 2025 bol pre Európu druhý z troch strategicky veľmi dôležitých rokov. V roku 2022 zistila, že energetické zdroje treba diverzifikovať, a v uplynulom roku, že americký ochranný dáždnik je deravý, čo ju dotlačilo do zvýšenia výdavkov na obranu na 5 % HDP ročne. V tomto roku, veríme, sa konečne začne ekonomická emancipácia eurozóny a Európy, motorom budú výdavky na obranu a iné štrukturálne výdavky, hlavne v Nemecku. Cieľom by mali byť štrukturálna zmena k inovatívnej ekonomike tak, aby sa zvýšila miera reinvencie, zvýšenie „bezpečnosti hospodárskeho rastu“, odklon od zahraničia (ex-EÚ) ako motora rastu a zvýšenie podielu domácej spotreby. Je tu nesmierne veľa úskalí, povedzme od nedostatku nerastných surovín cez nadmernú reguláciu po vysoký rozpočtový deficit Francúzska, ale bez tejto cesty bude Európa ešte viac zaostávať v medzinárodnej konkurencieschopnosti.

Zaujímavý rok zažilo aj Japonsko. V októbri do premiérskej funkcie nastúpila ambiciózna Sanae Takaiči a obnovila populárnu hospodársku politiku svojho predchodcu Šinzóa Abeho (2012 – 2020) – podpornú menovú politiku vrátane slabšieho jenu, flexibilnú fiškálnu politiku a štrukturálne reformy, a doplnila ju o bezpečnostný rozmer – podporu priemyselnej bezpečnosti, dôraz na domácu produkciu a suverenitu.

Toto sú len úplne základné „makrosiločiary 2025“, udialo sa toho, samozrejme, oveľa viac. V USA sa začali deimigrácia a sprísnenie víz pre kvalifikovaných pracovníkov, (verbálny) útok na územnú integritu Kanady a Grónska zo strany amerického prezidenta, odchod USA z množstva medzinárodných záväzkov, tlak tamojšej administratívy na nezávislosť inštitúcií vrátane centrálnej banky, vláda získala prvýkrát v histórii strategické podiely v niekoľkých firmách, napríklad v Inteli, USA zaútočili na vojenské kapacity Iránu, Moody´s znížila rating USA na Aa1, FED sa vrátil k striktnému inflačnému cieľu, od októbra do novembra bol v USA shutdown, Microsoft predstavil nový kvantový počítač Majorana 1.

V Európe pokračovala vojna na Ukrajine bez jasného posunu, Európska komisia predstavila návrh rozpočtu na roky 2028 – 2034, ktorý by mal byť viac projektový a menej automaticky nárokovateľný. Komisia zmiernila nerealistické emisné požiadavky na spaľovacie motory od roku 2035. Čína v januári prekvapila vlastnou aplikáciou s umelou inteligenciou DeepSeek, ktorej náklady na trénovanie boli v porovnaní s ChatGPT len desatinové a navyše bola vyvinutá pri horších dostupných technológiách. Napokon si však ChatGPT zachoval náskok, ku koncu roka 2025 mal mesačne okolo 360 miliónov aktívnych používateľov po celom svete a DeepSeek len okolo 100 miliónov, väčšinou v Ázii.

Navzdory turbulentným makrosprávam bol vývoj na finančnom trhu v roku 2025 dobrý. Klesajúca inflácia a len mierne spomalenie hospodárskeho rastu otvorilo centrálnym bankám cestu k postupnému znižovaniu úrokových sadzieb po celom svete. V priebehu roka ECB znížila hlavnú sadzbu o percentuálny bod na 2,15 %, FED o trištvrte bodu na 3,75 %. Z krajín G20 znižovali úrokové sadzby všetky krajiny s výnimkou Japonska a Brazílie.

Nižšie sadzby sa však nie všade preniesli do nižších krátkodobých výnosov dlhopisov, a teda na reálny trh. Z krajín G20 vzrástli v priebehu roka 2025 dvojročné štátne výnosy v Nemecku, vo Francúzsku, v Japonsku, Číne, Južnej Kórei, Austrálii, pri desaťročných navyše aj v Kanade. Na trhu korporátnych dlhopisov v Európe prirážky klesli, a to najmä pri spoločnostiach so špekulatívnym ratingom (high yieldy), v USA stagnovali. V oboch regiónoch zostali prirážky na historických minimách.

Akciám sa v roku 2025 darilo, keď zo všetkých globálne a lokálne dôležitých indexov sveta klesal v roku 2025 len slovenský index SAX. Americké akcie rástli tentoraz pomalšie ako inde vo svete, keď sa trh obával vplyvu agresívnej politiky na americké hospodárstvo a trochu aj AI bubliny na trhu a s tým súvisiacej nadmernej valuácie. Iné regióny získali aj na oslabení americkej spoľahlivosti, keď sa mnohí portfólio manažéri rozhodli riediť americké pozície v prospech trhov mimo USA. Najviac sa darilo indexom európskych non-core krajín vrátane napríklad pražského indexu, rýchlo rástli aj ázijské indexy. Zo sektorového hľadiska bol na čele pelotónu telekomunikačný sektor, ktorý sa viezol na AI vlne, nadpriemerné výnosy priniesli aj sektory IT a finančníctva. Najmenšiu radosť v uplynulý rok mali investori v sektoroch základnej a bežnej spotreby, ale zarobili aj tí.

Investičným ternom v roku 2025 boli drahé kovy, keď všetky najznámejšie z nich zhodnotili v desiatkach percent – zlato o 64 %, paládium o 78 %, platina o 127 % a striebro o 148 %. Pozitívny rok majú za sebou aj priemyselné kovy, ale nedarilo sa agrokomoditám a ani rope.

V roku 2025 euro posilnilo svoju pozíciu voči väčšine hlavných mien sveta vrátane dolára, libry, franku a jenu, ale oslabilo voči väčšine ostatných európskych mien vrátane českej koruny a aj voči juhoamerickým menám. Voči doláru euro posilnilo o vyše 13 % z 1,04 na 1,17 USD/EUR.

Česká koruna teda posilnila tiež voči tomuto košu hlavných mien sveta, a to ešte viac. Voči euru posilnila o 4 % z 25,2 na 24,2 EUR/CZK, voči doláru o vyše 15 % z 24,3 na 20,6 CZK/USD.

**Pohľad dopredu**

Čo môžeme očakávať na finančnom trhu v tomto roku?

Hoci si niekto môže myslieť, že väčšinu prekvapení druhej vlády Donalda Trumpa už máme za sebou, nemusí to tak byť. Dňa 3. novembra budú v USA parlamentné voľby, vymení sa všetkých 435 kresiel v Snemovni reprezentantov a tretina (35) kresiel v Senáte. Podpora Donalda Trumpa je podľa decembrového zberu údajov Gallupovým inštitútom 36 % , čo je po Richardovi Nixonovi najmenej po roku vládnutia v druhom funkčnom období všetkých prezidentov po druhej svetovej vojne. Navyše americká spoločnosť je veľmi rozdelená – nielen vplyvom dlhodobého trendu, ale aj pre polarizujúcu osobnosť Donalda Trumpa, a tak je pravdepodobná vyššia protestná účasť. D. Trump teda bude musieť masívne mobilizovať svojich voličov, čo je v situácii vyčerpania imigračnej a inflačnej témy a nateraz nejasných výsledkov „trumponomics“ veľmi ťažké. Možno očakávať viacero prekvapení, a ako dobre vieme, prekvapenia nebývajú len pozitívne. Útechou by mohlo byť to, že budú smerovať skôr na emocionálne vybičovanie politického súboja s demokratmi v domácich kultúrnych otázkach a pri „príprave ekonomických prekvapení“ bude starostlivo vyhodnocovaný ich vplyv na americký finančný trh, hlavne na akciový, keďže americké domácnosti majú veľkú časť majetku v domácich akciách. Dňa 4. júla 2026 bude USA oslavovať 250. výročie nezávislosti a to je dôležitý dátum, ktorý by sme mali sledovať.

Nový šéf FED-u pravdepodobne od 16. mája (závisí od schvaľovacieho procesu) bude určite pod politickým tlakom a bude tlačiť na zníženie sadzieb aj pri vyššej inflácii. Aktuálne síce inflácia spomaľuje, ale len kvôli jednej zložke – poklesu nájomného a imputovaného nájomného (ide o fiktívnu sumu, ktorú vlastník nehnuteľnosti platí ako keby sám sebe = kvázi odpis vlastnej nehnuteľnosti) –, ktorá však tvorí tretinu spotrebného koša v USA. Inflácia vo zvyšku spotrebného koša zostáva nad dvojpercentným inflačným cieľom FED-u. Ak bude nový guvernér príliš tlačiť na pílu a ovplyvní aj spoluväčšinu v bankovej rade, FED nenaplní jeden z dvoch základných mandátov – cenovú stabilitu (druhým je maximálna zamestnanosť),

jeho kredibilita sa zníži. Priamym dôsledkom bude rast výnosov amerických štátnych dlhopisov s dlhšou lehotou splatnosti a oslabenie dolára. USA majú spolu s Čínou najväčšiu rozpočtovú nerovnováhu z veľkých ekonomík a práve v týchto krajinách bude rásť podiel verejného dlhu na HDP najviac.

Keďže kreditné spready dlhopisov veľkých podnikov s investičným ratingom sú teraz na historickom minime, odniesli by si to aj ony. Celkovo je tak rast dlhých výnosov na štátnych a podnikových dlhopisoch najväčším odhadnuteľným rizikom v tomto roku.

Prekvapením by mohlo byť ohlásenie neplatnosti ciel zo strany Najvyššieho súdu USA. Hoci by destabilizovalo súčasné nastavenie zahranično-obchodnej politiky, bol by to skôr dobrý krok. Jednak takéto americké clá nemajú ekonomické opodstatnenie (vhodné sú len antidumpingové clá, ale to nie je tento prípad) a jednak by sa tak ukázala odolnosť inštitúcií USA voči jednostranným krokom prezidenta Trumpa.

Na akciovom trhu očakávame pokračovanie pozitívneho vývoja z minulého roku. Motorom bude naďalej AI, nemyslíme si, že je na tomto trhu bublina. Plne aplikovaná generatívna AI by podľa najkonzervatívnejších odhadov mala v priebehu pár rokov zvýšiť produktivitu práce v USA o 15 % (= 5 biliónov USD), pričom všetky doteraz vynaložené investície od roku 2013 nepresahujú 500 mld. USD. Do roku 2030 by malo byť po svete vynaložených na rozvoj AI 5 bil. USD, čo prinesie dodatočný rast svetového outputu 22 bil. USD. Asi 60 % svetových AI investícií sa doteraz vynaložilo v USA (asi 15 % v Číne), viac ako je podiel USA na svetovom HDP, a tak USA budú hlavným beneficientom AI revolúcie.

Tento rok by sa však pozornosť mohla rozriediť od hlavných hyperscalerov smerom k dátovej, sieťovej a energetickej infraštruktúre, kde môže strednodobý nesúlad medzi ponukou a dopytom priniesť zaujímavé zisky, ale zároveň treba počítať s tým, že sem-tam vysoké očakávania zvýšia volatilitu týchto firiem. Tieto projekty sú často dlhodobé, menej likvidné a lokálne a vládne rozpočty sú napäté, preto by mal v týchto projektoch rásť podiel private equity, navyše by mali byť podporené aj nižšími sadzbami.

Zaujímavou oblasťou budú v roku 2026 aj ďalšie sektory, ktoré sa budú postupne zapájať do AI revolúcie a budú zvyšovať svoju produktivitu a ziskovosť. Hovoríme o zdravotníctve, o vzdelávaní, o finančníctve. V hľadáčiku by mali zostať aj vstupy celej AI reťaze – materiálový sektor vrátane priemyselných kovov (datacentrá potrebujú hlavne meď) a kritických minerálov.

Spotreba amerických domácností, ktorá je absolútne kľúčovým parametrom a ktorá tvorí takmer pätinu svetového HDP, je nateraz odolná, keď je podporená nižšími sadzbami, miernejšou infláciou, stabilným trhom práce, rastúcou produktivitou práce a aj očakávanou nízkou cenou ropy (USA má z vyspelých krajín najvyššiu spotrebu ropy na obyvateľa a na jednotku HDP), ale treba ju chirurgicky sledovať.

Investori budú aj v tomto roku veľmi citliví na firemné výsledky, ktoré boli v minulom roku jedným z hlavných ťahúňov akciových indexov po celom svete. Len malé zaváhanie môže priniesť veľké korekcie.

Európa je vo veľmi ťažkom postavení. Od roku 2022 sa jej síce podarilo oslobodiť od dlhodobo pestovanej a strategicky doslova hlúpej závislosti od ruských energetických zdrojov, hlavne od plynu, ale čelí ďalším ťažkým výzvam. V roku 2025 de facto stratila ochranný dáždnik USA a už je úplne zjavné, ako technologicky zaostáva za USA a Čínou. Navyše na prekonanie má len obmedzené možnosti. Nemá veľké technologické firmy, ktoré by boli nositeľom zmeny, nemá dostatok kritických minerálov a už vôbec nie kapacitu na ich rafináciu, a pritom napríklad v obrannom priemysle sú kritické minerály nezastupiteľné.

Na druhej strane aj pri scenári vysokých externých dodávok zahraničných komponentov do zbraňového vybavenia zostáva pri masívnom zvýšení výdavkov na obranu budúcnosť európskeho obranného priemyslu sľubná a môže stále priniesť nadpriemerné výnosy. Veľkú pozornosť si zaslúžia firmy v oblasti kyberbezpečnosti, kde už roky v Európe prebieha studená vojna.

Zaujímavé príležitosti ponúkajú ázijské akciové indexy. Napríklad taiwanský index má valuačný diskont voči americkým technologickým akciám. Dobrou investíciou v tomto roku by mohla byť aj India, ktorá z relatívne

malého základu prudko rastie a ktorá kombinuje mladú pracovnú silu, silnú digitalizáciu a geopolitickú odolnosť.

Okrem prepálenej politiky FED-u bude hlavným globálnym rizikom to geopolitické. Vieme o plánoch americkej administratívy prevziať Grónsko, vieme o neukončenej vojne na Ukrajine, o oznámenej anexii Taiwanu (bližšie pozri minuloročný komentár Geopolitika[1]). Príliš veľké ambície príliš silných lídrov môžu posunúť hranice prekvapení ešte ďalej. Aj preto by mali byť drahé kovy, napriek minuloročnému prudkému rastu, zaujímavé aj tento rok.

**Richard Tóth**
hlavný ekonóm

[1] *Komentár Geopolitika z 22. októbra 2025 na*
*www.privatbanka.cz/komentare-a-prognozy*
*www.privatbanka.sk/komentare-a-prognozy*

**Kontakt:** Richard Tóth, hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk

**Upozornenie:** Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla pre vyššiu politickú a ekonomickú nestabilitu a nerozvinutý trh a systém rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplývajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.