Autori:
Zdenko Štefanides I Hlavný ekonóm
Michal Lehuta I Makroekonóm

VÚB BANKA
Intesa Sanpaolo Group

MESAČNÍK

FINANČNÉ SPRÁVY A ANALÝZY | OKTÓBER 2026

Témy mesiaca v skratke

- Od konca Studenej vojny si Európa užívala takzvanú „mierovú dividendu", no nové vojny a zmena politiky USA ju nútia prejsť k takzvanej „strategickej autonómii"
- Obrana je sektorom s garantovaným dopytom, i jeho rastom – aj po prípadnom ukončení vojen na Ukrajine či inde. V najbližších rokoch sa v nej v Európe očakáva približne dvojnásobné tempo rastu oproti očakávanému nominálnemu vývoju HDP.
- Rastúcim obmedzením sa tak aktuálne stáva skôr ponuková, výrobná strana sektora
- Pre Slovensko bude rozhodujúce nevyrábať len viac munície, ktorá sektoru u nás dnes dominuje. Skutočnou výzvou bude posun k aktivitám s vyššou pridanou hodnotou a hlbšie zapojenie do európskych výrobných a technologických reťazcov.

- Schválený rozpočet verejnej správy Slovenska zvyšuje deficit v roku 2027 aj v roku 2028
- Rizikové prirážky pre viaceré štáty v eurozóne výraznejšie narástli, hlavným „pacientom" je Francúzsko

Očakávané udalosti

- 3.11. americké voľby zrejme oslabia pozíciu prezidentskej administratívy v parlamente. D. Trump môže stratiť republikánsku väčšinu v Snemovni reprezentantov a teoreticky aj v Senáte.
- 5.11. k úrokovým sadzbám zasadá Česká národná banka, ktorá môže teoreticky ešte raz zvýšiť základný úrok u susedov (prípadne až v decembri)
- 13.11. štatistici zverejnia rýchly odhad vývoja slovenskej ekonomiky a zamestnanosti v 3. štvrťroku
- V novembri ECB ani Fed nezasadajú – na ich očakávané zvyšovanie kľúčových úrokových sadzieb si počkáme do decembra

Trendy trhu

	aktuálne 10/29/2026	pred mesiacom 9/28/2026	medzimesačná zmena		začiatok roka 12/31/2025	YTD zmena	
EUR/USD	1.114	1.137	-2.05%	▼	1.175	-5.18%	▼
EUR/CZK	24.35	24.40	-0.23%	▼	24.18	0.68%	▲
EURIBOR 3M	2.618	2.594	0.02 p.b.	▲	2.026	0.59 p.b.	▲
EURIBOR 12M	3.262	3.356	-0.09 p.b.	▼	2.243	1.02 p.b.	▲
SK ŠD 10R VÝNOS	4.320	4.417	-0.10 p.b.	▼	3.644	0.68 p.b.	▲
DE ŠD 10R VÝNOS	3.350	3.643	-0.29 p.b.	▼	2.855	0.50 p.b.	▲

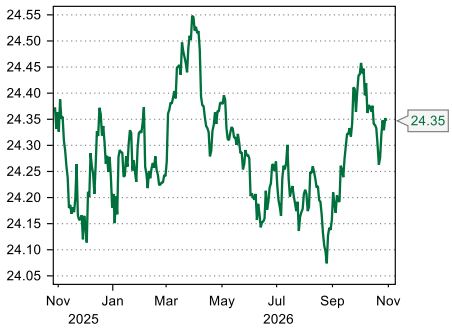
Zdroj: Bloomberg

Predikcie

	aktuálne 10/29/2026	predikcie pre koniec kvartálu 4Q26	1Q27	2Q27	3Q27
EUR/USD	1.114	1.13	1.12	1.13	1.13
EUR/CZK	24.35	24.30	24.20	24.00	24.00
EURIBOR 3M	2.618	2.80	2.84	2.79	2.77
EURIBOR 12M	3.262	3.10	3.09	3.06	3.03
SK ŠD 10R výnos	4.320	4.40	4.20	4.10	4.00
DE ŠD 10R výnos	3.351	3.50	3.30	3.20	3.10

Zdroj: Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB Research

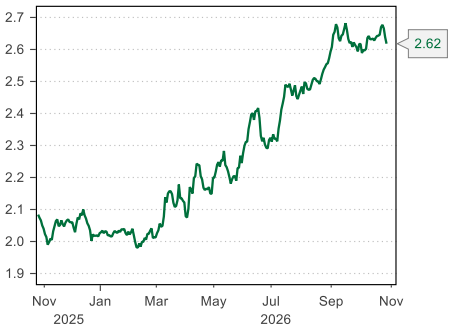
EUR/CZK



EUR/USD



3M EURIBOR



Zdroj: Macrobond, Bloomberg

Obranný boom v Európe: koľko prinesie rastu a čo z neho môže získať Slovensko?

Po viac ako troch desaťročiach postupného znižovania obranných výdavkov od 90. rokov minulého storočia vstupuje Európa do novej historickej etapy. Ruská vojna proti Ukrajine, zhoršenie bezpečnostného prostredia všeobecne, ako aj rastúca neistota ohľadom budúcej úrovne americkej angažovanosti v európskej obrane vedú k zásadnému prehodnoteniu hospodárskych a politických priorít na starom kontinente. Obrana sa tak postupne stáva významnou súčasťou fiškálnej, priemyselnej aj technologickej politiky. Európske krajiny sa aj po tlaku amerického prezidenta Donalda Trumpa zaviazali k výraznému rastu obranných výdavkov a objem nových investícií môže v nasledujúcom desaťročí dosiahnuť stovky miliárd eur.

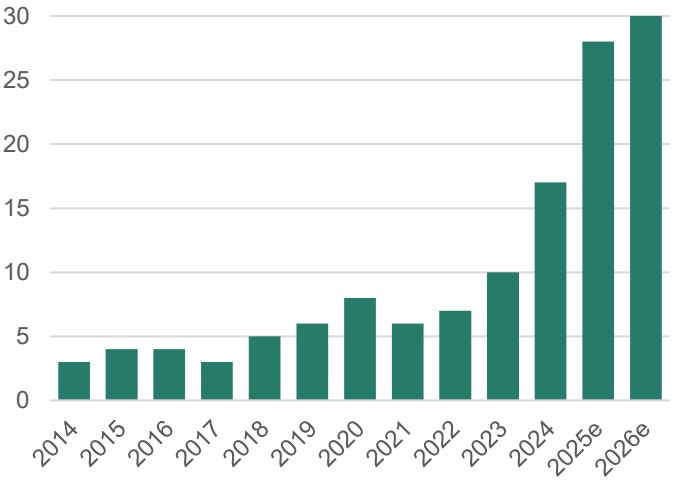
Otázkou už preto nie je len to, koľko bude Európa na obranu míňať, ale aj aký hospodársky efekt tieto výdavky prinesú. Analýza októbrového mesačníka VÚB sa preto zameriava na to, koľko zdrojov bude na obranu realisticky k dispozícii, aký môže byť ich dopad na ekonomický rast a produktivitu a do akej miery dokáže zo súčasného obranného boomu profitovať Slovensko.

Od mierovej dividendy k strategickej autonómii

Po skončení Studenej vojny a rozpade Sovietskeho zväzu väčšina európskych krajín výrazne obmedzila svoje obranné rozpočty. Predpokladalo sa, že bezpečnostné riziká zostanú nízke a že rozhodujúcu časť bezpečnostnej garancie poskytne NATO, najmä Spojené štáty. Ušetrené zdroje bolo možné presmerovať na sociálne programy, zdravotníctvo či infraštruktúru.

Ruská invázia na Ukrajinu však ukázala, že vojenské riziká v Európe nezmizli. Zároveň vzrástla neistota, do akej miery bude možné aj v budúcnosti spoliehať sa na bezpečnostný dáždnik Spojených štátov. Príznačné je, že po nástupe Donalda Trumpa do druhého prezidentského úradu prakticky všetky členské krajiny NATO začali plniť referenčné dve percentá HDP na obranu, kým predtým ich bola menšina (Graf 1). Výnimku z 31 krajín tvorilo len Slovinsko.

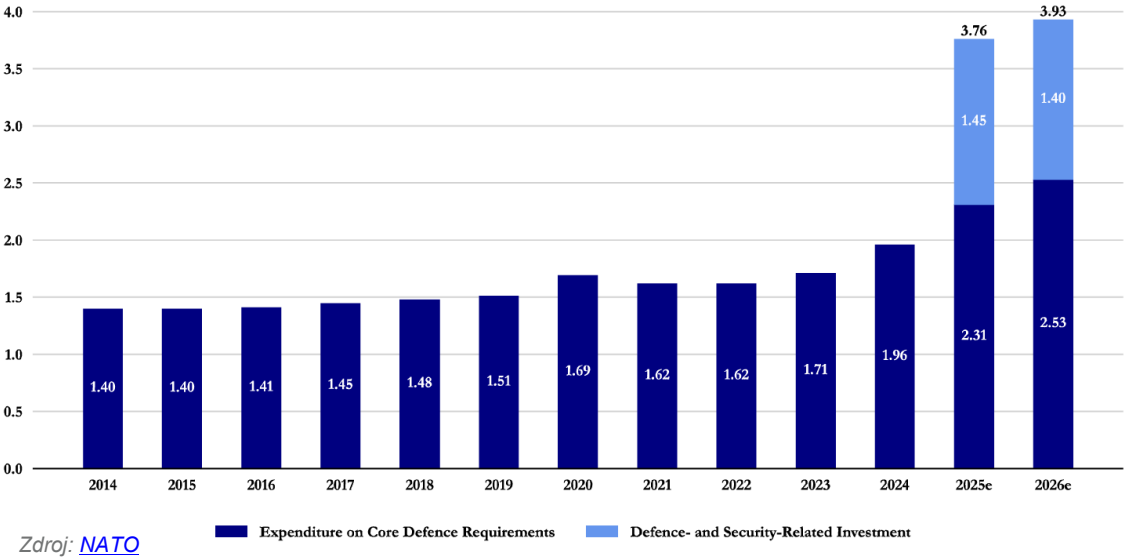
Graf 1: Počet členov NATO spĺňajúcich 2%-ný sľub



Zdroj: NATO
Pozn.: Prísľub dávať aspoň 2% HDP na obranu.

Obdobie takzvanej mierovej dividendy sa tak skončilo. Európske krajiny dnes čelia potrebe obnovovať zásoby munície, modernizovať armády a budovať kapacity, ktoré boli dlhé roky zanedbávané. Významným míľnikom bol summit NATO v júni 2025, na ktorom sa spojenci dohodli na novom záväzku smerovať do roku 2035 k výdavkom vo výške 3,5 % HDP na jadro obrany a ďalších 1,5 % HDP na tzv duálne využitie, teda širšie bezpečnostné a obranné aktivity vrátane kritickej infraštruktúry, odolnosti spoločnosti, kybernetickej bezpečnosti alebo obranného výskumu. Súčasne Európska únia rozvíja iniciatívy Readiness 2030 a SAFE, ktorých spoločným cieľom je posilnenie európskej obrannej priemyselnej základne. Obrana sa tak postupne stáva súčasťou širšieho projektu európskej, takzvanej „strategickej autonómie“ podobne, ako sa po energetickej kríze rokov 2022 až 2023 stala prioritou energetická bezpečnosť.

Graf 2: Výdaje členských krajín NATO (% HDP)



Zdroj: NATO

Koľko peňazí bude realisticky k dispozícii?

Samotná výška plánovaných výdavkov patrí k najvýznamnejším fiškálnym posunom v Európe za posledné desaťročia. Ak by členské štáty EÚ naplnili nový cieľ NATO vo výške 3,5 % HDP na obranu, ich obranné výdavky by sa v roku 2035 mohli pohybovať blízko jedného bilióna (tisíc miliárd) eur ročne. Pri predpoklade nominálneho rastu HDP o 4 % ročne by išlo približne o 974 mld. eur. Aj pri konzervatívnejšom odhade rastu ekonomiky by sa suma pohybovala okolo 880 mld. eur. To by bolo porovnateľné s aktuálnym rozpočtom USA na obranu (960 mld. dolárov).

Takýto vývoj by znamenal viac než zdvojnásobenie súčasných výdavkov. Podľa údajov Európskej obrannej agentúry EDA sa totiž obranné výdavky členských štátov EÚ v roku 2026 pohybujú okolo úrovne 454 mld. eur. Nie všetci analytici však predpokladajú úplné naplnenie nových cieľov NATO. Allianz Research napríklad očakáva, že obranné výdavky EÚ dosiahnu v roku 2035 približne 3,1 % HDP, zatiaľ čo Oxford Economics pracuje v základnom scenári s úrovňou približne 3,3 % HDP. Obe prognózy tak počítajú s výrazným rastom výdavkov, ale zároveň predpokladajú určitú medzeru medzi politickými ambíciami a realitou.

Aj konzervatívnejšie scenáre však znamenajú pokračovanie veľmi dynamického rastu. Podľa projekcií EDA by sa obranné výdavky mali zvýšiť z približne 418 mld. eur v roku 2025 na 547 mld. eur v roku 2029. Ide o rast o viac ako 30 %, teda približne dvojnásobné tempo oproti očakávanému nominálnemu rastu HDP.

Financovanie už nie je hlavnou prekážkou

Ešte pred niekoľkými rokmi bola hlavnou otázkou diskusia o tom, kde Európa nájde zdroje na zvýšenie obranných výdavkov. Dnes je situácia výrazne odlišná. Základ financovania budú naďalej tvoriť národné rozpočty. Popri nich však vznikol celý rad európskych nástrojov. Program SAFE (angl. Security Action for Europe) poskytuje financovanie vo výške až 150 mld. Eur vo forme úverov určených na spoločné obstarávanie a budovanie obranných kapacít. Európska komisia zároveň umožnila členským štátom dočasne (do roku 2028) zvýšiť obranné výdavky prostredníctvom národných únikových doložiek vo fiškálnych pravidlách až do výšky 1,5 percenta HDP. Významnejšiu úlohu postupne získava aj Európska investičná banka. Paralelne sa rozvíja diskusia o tom, ako do financovania obranných investícií vo väčšej miere zapojiť súkromný kapitál, bankový sektor, investičné fondy a kapitálové trhy.

To neznamená, že otázka financovania zmizla. Vyššie obranné výdavky budú nevyhnutne vytvárať tlak na verejné financie, najmä v krajinách s vysokým verejným dlhom a deficitom. Ostatne, aj využitie národných únikových doložiek je podmienené zachovaním strednodobej udržateľnosti dlhu. Z pohľadu krátkodobého financovania však Európa dnes disponuje podstatne robustnejším rámcom než pred niekoľkými rokmi. Pozornosť sa preto prirodzene presúva od otázky financovania k otázke realizácie.

Výrobná kapacita ako hlavné úzke hrdlo

Hoci sa diskusia o obrane často sústreďuje na úroveň verejných výdavkov, rastúcim obmedzením sa aktuálne stáva skôr ponuková strana sektora. V prostredí prudko rastúceho dopytu prestáva byť hlavným problémom dostupnosť financií a do popredia sa dostáva schopnosť obranného priemyslu zvýšiť produkciu.

Objednávkové knihy európskych obranných spoločností sa nachádzajú na rekordných úrovniach. Allianz Research odhaduje, že zazmluvnené objednávky a očakávané dodávky z rámcových dohôd (takzvaný backlog) popredných európskych výrobcov presahuje päťnásobok ich ročných tržieb. Podobný obraz poskytuje aj Rheinmetall, ktorého backlog dosiahol k polovici roku 2026 viac ako 80 mld. eur pri očakávaných ročných tržbách vo výške zhruba 14 mld. eur. Takéto objemy objednávok poskytujú vysokú predvídateľnosť budúcich príjmov, zároveň však naznačujú, že sektor začína narážať na kapacitné limity.

Zbrojárski výrobcovia čelia nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily, obmedzeným výrobným kapacitám aj napätiu v dodávateľských reťazcoch. Moderný obranný priemysel je navyše čoraz viac závislý od pokročilých technológií: od polovodičov a senzorov až po umelú inteligenciu, satelitné systémy či kybernetickú bezpečnosť. Obmedzená kapacita európskej obrannej technologickej a priemyselnej základne sa prejavuje aj vo vývoji dovozov. Podľa SIPRI pochádzalo v rokoch 2020–24 približne 64 % dovozu zbraní európskymi členmi NATO zo Spojených štátov, oproti 52 % v období 2015–19. Rast obranných výdavkov sa tak zatiaľ vo významnej miere premieta do objednávok mimo Európy, čo znižuje hospodársky prínos obranného impulzu pre európsku ekonomiku.

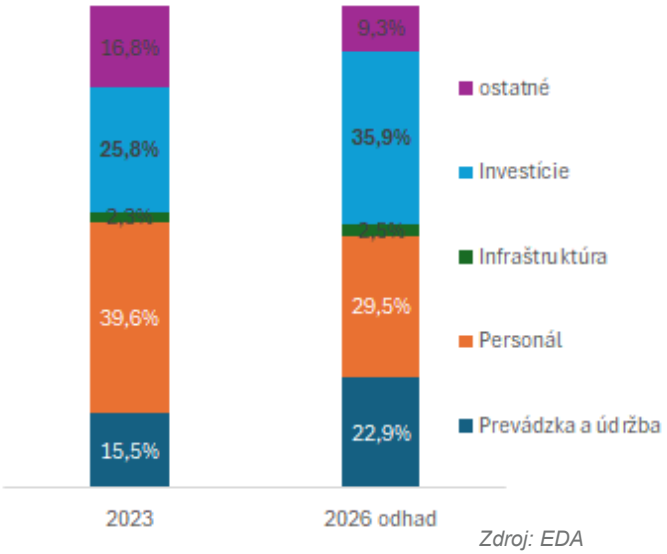
Aj preto sa európska diskusia postupne presúva od otázky koľko investovať do obrany k otázke, kde budú tieto prostriedky vynaložené. Európska obranná priemyselná stratégia (EDIS) sa usiluje posilniť európske dodávateľské reťazce a zvýšiť podiel výroby realizovanej v rámci EÚ. Jej implementačným nástrojom je program EDIP, ktorý okrem podpory výrobných kapacít zavádza aj požiadavky na európsky obsah obranných produktov. Najmenej 65 % hodnoty komponentov má pochádzať z EÚ alebo pridružených krajín. Rovnaký princíp obsahuje aj už spomínaný nástroj SAFE financujúci spoločné obranné obstarávanie, kde je podpora podmienená minimálnym 65-percentným podielom európskeho obsahu. Z ekonomického pohľadu preto nebude rozhodujúce iba tempo rastu obranných rozpočtov, ale aj schopnosť európskeho priemyslu tieto výdavky absorbovať. Práve výrobná kapacita bude určovať, aká časť obranného impulzu sa premietne do investícií, zamestnanosti a technologického rozvoja v Európe.

Aký bude vplyv na hospodársky rast?

Z makroekonomického pohľadu predstavujú vyššie obranné výdavky významný fiškálny impulz. Podľa analýzy ECB dosahovali obranné výdavky krajín eurozóny v roku 2025 podľa metodiky národných účtov (ESA) približne 1,5 % HDP, zatiaľ čo podľa metodiky NATO sa pohybovali blízko 2,2 % HDP. Rozdiel vyplýva zo širšieho rozsahu výdavkov zahrnutých v metodike NATO a z odlišného načasovania investícií. Kým NATO pracuje prevažne s hotovostným princípom, národné účty zachytávajú investície až pri prevode ekonomického vlastníctva (pre detaily rozdielnej metodiky viď box 1 tu).

Pre ekonomické dôsledky však nie je rozhodujúci len objem výdavkov, ale aj ich štruktúra. Po vypuknutí vojny na Ukrajine rastie význam investícií do vojenského vybavenia a technológií.

Graf 3: Štruktúra výdavkov na obranu v EÚ27 (%)



Zdroj: EDA

Podľa údajov EDA tvoria v tomto roku investície do vojenského vybavenia približne 36 % obranných výdavkov EÚ, o 10 percentuálnych bodov viac ako v roku 2023 (Graf 3). Kým investície od roku 2023 vzrástli o 75 %, personálne výdavky sa zvýšili len o 4 %. Podobný obraz ponúka aj ECB. Z dodatočných obranných výdavkov zahrnutých do projekcií eurozóny na roky 2025 až 2028 smeruje približne 71 % do investícií a len 6 % do personálnych nákladov. Aj preto ECB odhaduje, že dodatočné výdavky vo výške 1,5 % HDP kumulatívne zvýšia rast HDP eurozóny približne o 0,4 percentuálneho bodu, pričom v scenároch rýchlejšieho približovania sa k cieľom NATO sa príspevok môže zvýšiť na 0,7 až 1 percentuálny bod. Podobne Oxford Economics odhaduje, že scenár väčšej európskej obrannej sebestačnosti by zvýšil úroveň HDP eurozóny do roku 2028 voči základnému scenáru o približne 0,6 %.

Nie všetky obranné výdavky pritom prinášajú rovnaký ekonomický efekt. Analýza ECB naznačuje, že kapitálové výdavky majú vyšší a trvácnejší rastový efekt než výdavky na personál, keďže podporujú investície, technologický pokrok a rast produktivity. Tento trend by mal pokračovať aj v ďalších rokoch. McKinsey predpokladá, že podiel výdavkov na vojenské vybavenie v európskych členských krajinách NATO vzrastie približne na 42 % a investície do vojenského vybavenia sa medzi rokmi 2025 a 2030 približne zdvojnásobia. Z pohľadu hospodárskeho rastu preto nebude rozhodujúce len to, koľko Európa minie na obranu, ale najmä to, aká časť nových zdrojov skončí v investíciách, technológiách a domácich výrobných kapacitách.

Obrana ako priemyselná a technologická politika

Najzaujímavejšie ekonomické dôsledky obranného boomu sa môžu objaviť až v dlhšom horizonte. Historické skúsenosti ukazujú, že vojenský výskum a vývoj boli často zdrojom technológií, ktoré sa neskôr široko uplatnili v civilnej ekonomike. Internet, satelitná navigácia, polovodiče alebo pokročilé materiály patria medzi najznámejšie príklady. Práve v tejto oblasti Európa výrazne zaostáva za Spojenými štátmi. EÚ a jej členské štáty v roku 2025 vyčlenili na vojenský výskum a vývoj sumu 17 miliárd eur, čo je 0,09 % HDP. Z tejto sumy tvorili výdavky na samotný výskum a technológie (R&T) 6,5 miliardy, čo predstavuje 0,03 % HDP. To je len zlomok zo 130 miliárd eur, resp. 0,3% HDP, ktoré na tento účel vynakladajú USA.

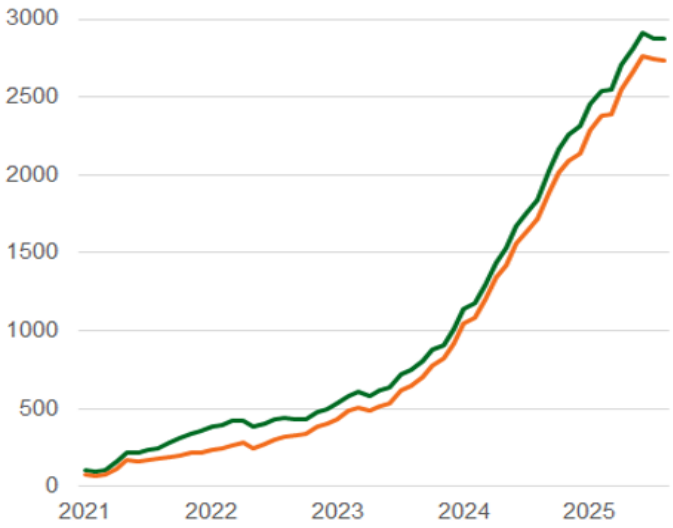
Dlhodobý ekonomický úspech obranného boomu bude preto závisieť od toho, či sa podarí prepojiť obranný sektor s univerzitami, výskumnými pracoviskami a súkromným sektorom. Ak sa to podarí, obrana môže podporiť nielen bezpečnosť, ale aj konkurencieschopnosť a produktivitu európskej ekonomiky. Podľa modelového prepočtu ECB, ak by sa Únii podarilo dosiahnuť americký podiel na vojenské R&D, z dlhodobého hľadiska by sa HDP EÚ zvýšilo o 0,5 %. Okrem tohto priameho vplyvu by sa rast HDP mohol zvýšiť o ďalších 0,15 percentuálneho bodu ročne vďaka prelievaniu technológií do súkromného sektora (pozri box 3 tu).

Čo to znamená pre Slovensko?

Slovensko vstupuje do novej vlny európskeho zbrojenia z pomerne silnej pozície. Výdavky na obranu podľa metodiky NATO dosiahli v roku 2025 približne 2,1 % HDP, čo je úroveň blízka priemeru EÚ aj Aliancie (2,2 resp 2,3 %). Celkové investície do obrany, zahŕňajúce obstarávanie obrannej techniky aj výskum a vývoj v oblasti obrany, dosiahli v roku 2025 podľa údajov EDA sumu 893 mil. eur. To predstavuje približne 0,7%-ný podiel na celkových obranných investíciách EÚ a je podobný podielu Slovenska na HDP Únie.

Výraznejší je však vývoj v samotnom obrannom priemysle. Slovensko patrí medzi krajiny, ktoré po vypuknutí ruskej vojny proti Ukrajine dokázali relatívne rýchlo aktivovať domácu výrobnú základňu. Export zbraní a munície vzrástol z približne 301 mil. eur v roku 2021 na viac ako 2,5 mld. eur v roku 2025. Významnú časť tohto rastu tvorila produkcia delostreleckej munície a ďalších tradičných segmentov obranného priemyslu. Pozitívnym signálom sú aj pokračujúce investície do rozširovania výrobných kapacít. Projekty spoločností ZVS Holding, MSM Group či francúzskej EURENCO by mali v najbližších rokoch zvýšiť domáce kapacity výroby munície a komponentov o stovky miliónov eur. Zároveň sa objavujú prvé náznaky posunu smerom k technologicky náročnejším aktivitám, vrátane spolupráce s ukrajinskými výrobcami bezpilotných systémov.

Graf 4: Vývoz zbraní a munície zo SR (mil. eur)



Zdroj: ŠÚ SR, VÚB
Pozn.: Zelenou zbrane celkovo, oranžovou munícia

Nemožno však prehliadať ani riziká. Predbežné údaje naznačujú, že po mimoriadne dynamickom raste v rokoch 2023 až 2025 dochádza k určitej stabilizácii exportov (viď Graf 4). Nie je zatiaľ jasné, či ide o začiatok dlhodobejšieho spomalenia, alebo len o prechodné obdobie pred spustením nových investičných projektov.

Pre Slovensko preto nebude rozhodujúce len vyrábať viac munície. Skutočnou výzvou bude posun k aktivitám s vyššou pridanou hodnotou a hlbšie zapojenie do európskych výrobných a technologických reťazcov. V období, keď automobilový priemysel čelí viacerým štrukturálnym výzvam, sa obranný sektor môže stať jedným z nových zdrojov priemyselného rastu. To, či pôjde len o dočasný exportný boom alebo o dlhodobejšie posilnenie konkurencieschopnosti slovenskej ekonomiky, bude závisieť práve od schopnosti využiť súčasnú investičnú vlnu na budovanie nových kapacít a technológií.

Na dopyt musí reagovať ponuka

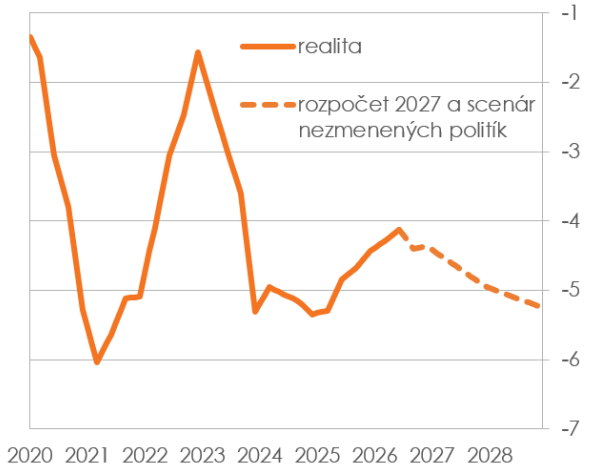
Európska diskusia o obrane sa posúva od otázky financovania k otázke výrobných a technologických kapacít. Samotný rast obranných rozpočtov nezaručuje vyššiu výrobu, inovácie ani produktivitu. Rozhodujúce bude, do akej miery sa podarí nové zdroje premeniť na investície, výskum a silnejšiu európsku priemyselnú základňu. Pre Slovensko predstavuje obranný boom významnú príležitosť. Po prudkom raste výroby a exportov však bude ďalší úspech závisieť menej od dopytu a viac od schopnosti budovať nové kapacity, technológie a zapájať sa do európskych dodávateľských reťazcov. Úspech sa preto nebude merať len výškou obranných výdavkov, ale schopnosťou premeniť ich na dlhodobo vyššiu bezpečnosť, produktivitu a konkurencieschopnosť.

Ďalšie správy ostatného mesiaca

Schválený rozpočet verejnej správy zvyšuje deficit v roku 2027 aj v roku 2028

Budúcoročné parlamentné voľby zrejme spôsobili, že štát nebude prijímať žiadne ďalšie konsolidačné opatrenia. Vyplýva to zo schváleného rozpočtu verejnej správy na roky 2027-29, ktorý fiškálny deficit zvyšuje z očakávaných 4,4% v tomto roku na 4,9% v budúcom roku. Navyše, keď končiaca vláda nastupovala do úradu koncom roka 2023, deficit dosahoval rovnakých 4,9% HDP. Prečo ani tri balíky konsolidácie schodok neznížili? Vysvetľuje to najmä rast výdavkov nad rámec dovtedajších opatrení, ale aj objektívne „protivetry“ vo forme vyšších úrokových sadzieb či starnutia obyvateľstva. Z balíkov v celkovom objeme 7,4 miliardy eur sa tak verejné financie dlhodobo ozdravili len o 0,8 miliardy, vypočítala Rada pre rozpočtovú zodpovednosť.

Graf 5: Bilancia slovenských verejných financií (% HDP)



Zdroj: Eurostat, VÚB, rozpočet VS na roky 2027-29

Októbrová notifikácia Eurostatu o čosi zlepšila rozpočtový výsledok za vlaňajšok, čo vyplýva najmä z daňových priznaní a doplatkov firiem za rok 2025, ktoré prichádzali ešte počas leta. Výnos firemnej dane bol o čosi lepší, ako sa čakalo v apríli. Zároveň štatistici zrevidovali minulý hrubý domáci produkt smerom nahor. To sú však len „kozmetické“ zlepšenia. Výpovednejšie je, že bez zmeny politík sa nožnice medzi príjmami a výdavkami roztvoria ešte viac aj v roku 2028 – na 5,3% HDP. Nová vláda tak zdedí verejné financie vo veľmi zlom stave. Ratingová agentúra S&P však napriek tomu ponechala svoje hodnotenie Slovenska na úrovni A so stabilným výhľadom (znižovala ho totiž v apríli). Riziková prirážka slovenských dlhopisov voči nemeckým aj kvôli nepriaznivému externému prostrediu ostáva na zvýšenej úrovni medzi 90-100 bázickými bodmi (pozri graf nižšie).

Rizikové prirážky pre viaceré štáty v eurozóne výraznejšie narástli

Po septembri sa v októbri ešte viac zvýraznili obavy o rozpočtovú udržateľnosť verejných financií v eurozóne čo sa prejavilo na dlhopisovom trhu. Najrizikovejším „pacientom“ sa zdá byť Francúzsko. Jeho riziková prirážka voči Nemecku narástla až na 170 bázických bodov (Graf 7), čo súvisí najmä s patovou politickou situáciou v krajine, nesplnenými cieľmi pre deficit verejných financií, ako aj obavami z budúcoročných prezidentských volieb, ktoré by prostredníctvom víťazstva Marine Le Penovej mohli zmeniť francúzsku hospodársku politiku.

Agentúra Moody's, od ktorej sa očakávalo, že rating Francúzska o jeden stupeň zníži, ho však nakoniec ponechala na úrovni Aa3 s negatívnym výhľadom, čím trhu poskytla krátku úľavu. Napätie na dlhopisovom trhu tiež zvýšilo rizikové prirážky ostatných krajín, napríklad Talianska, a tiež oslabilo kurz eura, takmer na najnižšiu úroveň od mája 2025. Pozornosť sa tiež sústredila na Európsku centrálnu banku (ECB), ktorá má nástroje na prípadnú stabilizáciu výnosov dlhopisov, no nie je jasné, ktoré, kedy a akým spôsobom by teoreticky použila. Na svojom zasadnutí koncom októbra ECB kľúčové úrokové sadzby nezmenila, a na margo dlhopisových turbulencií len komunikovala, že príslušné nástroje, napr. takzvaný TPI (angl. transmission protection instrument) na to existujú. Ch. Lagardeová zároveň oznámila, že na čele centrálnej banky skončí predčasne vo februári budúceho roka (mandát má až do októbra).

Graf 6: Spready na 10-ročných dlhopisoch (bázické body)



Zdroj: Bloomberg

Makroekonomické indikátory a prognózy

		2024	2025	4Q25	1Q26	2Q26	VII.26	VIII.26	IX.26	2026F	2027F
HDP											
Reálny HDP	r/r % rast	1.9	0.8	1.0	0.9	0.7	-	-	-	1.0	1.7
Nominálny HDP	r/r % rast	5.4	5.0	5.9	6.8	4.9	-	-	-	5.2	4.4
Spotreba domácností	r/r % rast	3.8	0.4	-1.2	1.1	0.6	-	-	-	0.3	1.2
Spotreba verejnej správy	r/r % rast	4.0	1.1	0.3	-0.4	1.7	-	-	-	0.8	1.5
Tvorba hrubého fixného kapitálu	r/r % rast	1.6	2.2	6.1	-6.4	-0.3	-	-	-	0.1	0.2
Vývoz	r/r % rast	0.0	4.0	3.6	-0.1	3.0	-	-	-	2.5	4.0
Dovoz	r/r % rast	2.6	3.7	2.7	-1.3	3.7	-	-	-	3.0	2.9
Inflácia											
CPI	r/r % rast, priemer	2.8	4.0	3.8	3.7	3.7	3.3	3.1	3.2	3.5	3.2
CPI	r/r % rast, december	2.9	3.8	-	-	-	-	-	-	3.7	3.3
HICP	r/r % rast, priemer	3.1	4.2	4.0	4.0	3.9	4.0	3.5	3.2	3.5	3.0
Jadrová	r/r % rast, priemer	2.6	3.2	2.9	2.9	2.2	2.3	1.9	1.7	2.0	3.1
Ceny priemyselných výrobcov	r/r % rast, priemer	-10.1	0.5	2.3	2.3	3.0	2.7	3.4	5.3	3.4	3.1
Vonkajšia bilancia											
12-mesačná obchodná bilancia	% HDP	2.1	1.8	1.8	2.0	2.0	1.9	1.8	-	0.6	0.6
Vývoz	r/r % rast	-1.3	3.6	3.3	0.2	5.6	6.6	5.9	-	3.9	6.8
Dovoz	r/r % rast	0.0	3.9	0.8	-0.7	5.4	8.7	5.5	-	5.5	6.8
Trh práce											
Miera nezamestnanosti (ÚPSVaR)	%	5.0	5.0	5.1	5.5	5.1	5.3	5.2	5.2	5.3	5.2
Miera nezamestnanosti (VZPS)	%	5.3	5.4	5.6	5.9	5.6	-	-	-	5.8	5.8
Hrubá mesačná mzda	priemer v EUR	1524	1620	1739	1611	1707	-	-	-	1698	1782
Nominálna mesačná mzda	r/r % rast	6.6	6.3	5.8	6.1	3.2	-	-	-	4.8	4.9
Reálna mesačná mzda	r/r % rast	3.7	2.2	1.9	2.4	-0.5	-	-	-	1.3	1.6
Produkcia, tržby a sentiment											
Priemyselná produkcia	r/r % rast	-0.5	-3.1	-5.6	-0.3	-1.2	2.4	-0.2	-	-0.3	3.5
Stavebná produkcia	r/r % rast	-5.0	7.0	5.9	12.1	9.0	2.3	-4.8	-	5.2	-2.5
Maloobchodné tržby	r/r % rast	4.5	-1.2	-2.5	0.0	0.9	-0.1	1.6	-	0.3	1.8
Úrokové sadzby											
ECB depozitná sadzba	koniec obdobia, %	3.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25	2.25	2.75	2.75
3M EURIBOR	koniec obdobia, %	2.71	2.03	2.03	2.08	2.32	2.48	2.59	2.62	2.80	2.79
1R EURIBOR	koniec obdobia, %	2.46	2.24	2.24	2.87	2.73	2.96	3.00	3.33	3.10	3.00
Výnos 10R SK štátneho dlhopisu	koniec obdobia, %	3.36	3.64	3.64	3.76	3.56	3.84	3.99	4.41	4.40	4.10
Výnos 10R DE štátneho dlhopisu	koniec obdobia, %	2.37	2.86	2.86	3.00	2.86	3.21	3.32	3.59	3.50	3.20
Výmenný kurz											
EUR/USD	koniec obdobia	1.04	1.17	1.17	1.16	1.14	1.15	1.16	1.13	1.13	1.17
Rozpočtová politika											
Bilancia verejných financií, 4 kvartá	% HDP	-5.5	-4.4	-4.4	-4.3	-4.1	-	-	-	-4.4	-5.0
Dlh verejnej správy	% HDP	58.9	60.5	60.5	61.6	60.6	-	-	-	62.1	65.1

Zdroje: ŠÚ SR, Eurostat, ÚPSVaR, Bloomberg, Intesa Sanpaolo, VÚB

Tento materiál je pripravovaný Oddelením ekonomického prieskumu VÚB banky

Hlavný ekonóm
Zdenko Štefanides +421 904 755 017 zstefanides@vub.sk

Makroekonóm
Michal Lehuta +421 917 743 380 mlehuta1@vub.sk

Predaj
Lukáš Žitný +421 2 5055 9650
Zuzana Holeščáková +421 2 5055 9630
Martin Lenko +421 2 5055 9595
Adriana Pristach Somorovská +421 904 756 676
Andrej Orolín +421 2 5055 9610

Tento materiál bol pripravený VÚB bankou. Informácie a názory boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, avšak VUB banka neposkytuje záruku za ich úplnosť a správnosť. Táto správa bola pripravená len na informačné účely a nie je určená ako ponuka alebo solicitácia na predaj alebo kúpu ktoréhokoľvek finančného produktu. Tento dokument môže byť reprodukovaný alebo publikovaný len s menom VÚB banka. Nemal by byť pokladaný za náhradu za vlastný úsudok. VÚB banka alebo ktorákoľvek iná osoba spojená s ňou môže využiť akýkoľvek materiál a/alebo informácie, na ktorých je tento materiál založený bez predošlého zverejnenia rovnakých materiálov a informácii pre klientov. VÚB banka a/alebo osoby s ňou spojené môžu mať z času na čas dlhé alebo krátke pozície vo vyššie zmienených finančných produktoch.