Renminbi: alternatíva k americkému doláru ako hlavnej rezervnej mene?

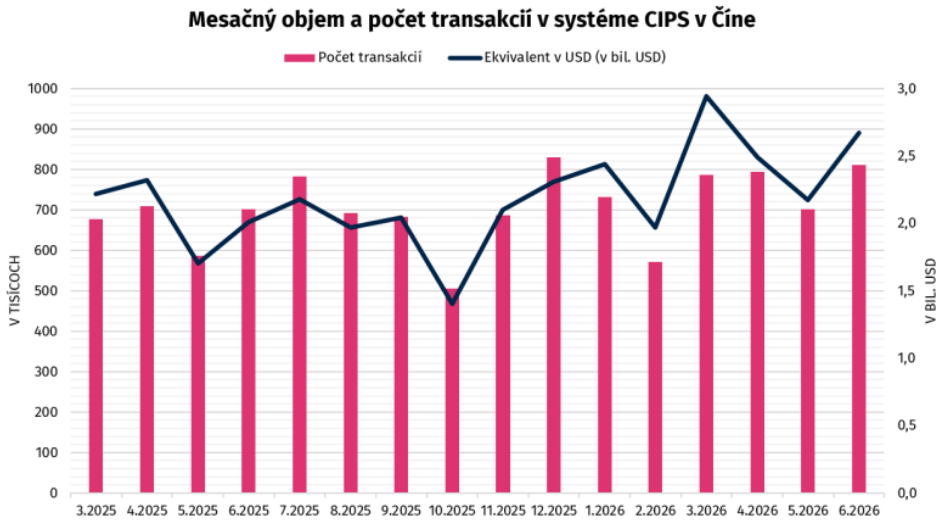
Jüan posilňuje svoju medzinárodnú úlohu, no jeho ambíciu stať sa globálnou rezervnou menou naďalej brzdia štrukturálne prekážky. Čína sa snaží obmedziť desertifikáciu a obnoviť vegetáciu na severe krajiny. Donald Trump zavádza 50 % clá na kanadský export. Najviac zasiahnutý môže byť automobilový priemysel. Prečo slovenská ekonomika v 2. kvartáli 2026 naďalej spomaľuje? Na Slovensku sa opäť rozprúdila debata o postavení veterných elektrární. Hospodárenie štátu s verejným dlhom vie zásadne ovplyvniť aj realitný trh v danej krajine. Ako ovplyvnila európska dlhová kríza realitný trh zasiahnutých krajín?



Globálny menový systém stojí dlhodobo na dominantnom postavení amerického dolára. Toto postavenie sa však v posledných rokoch dostáva pod rastúci tlak. Po ruskej invázii na Ukrajinu bolo v krajinách skupiny G7, Európskej únie a Austrálie zmrazených približne 260 mld. EUR aktív ruskej centrálnej banky. Tento krok ukázal, že prístup k rezervám vedeným v zahraničných menách môže byť ovplyvnený aj geopolitickými vzťahmi. Čína preto už viac ako desaťročie buduje vlastnú finančnú infraštruktúru, ktorá má znižovať jej závislosť od dolárového systému. V roku 2015 spustila cezhraničný medzibankový platobný systém CIPS, teda systém určený

na zúčtovanie platieb v renminbi, a v roku 2016 sa jüan stal súčasťou koša rezervných mien osobitných práv čerpania (SDR) Medzinárodného menového fondu (MMF). Otázkou zostáva, či tieto kroky smerujú k skutočne viacpólovému usporiadaniu svetových financií, alebo len k čiastočnej fragmentácii, ktorá dominantné postavenie dolára výraznejšie nenaruší.

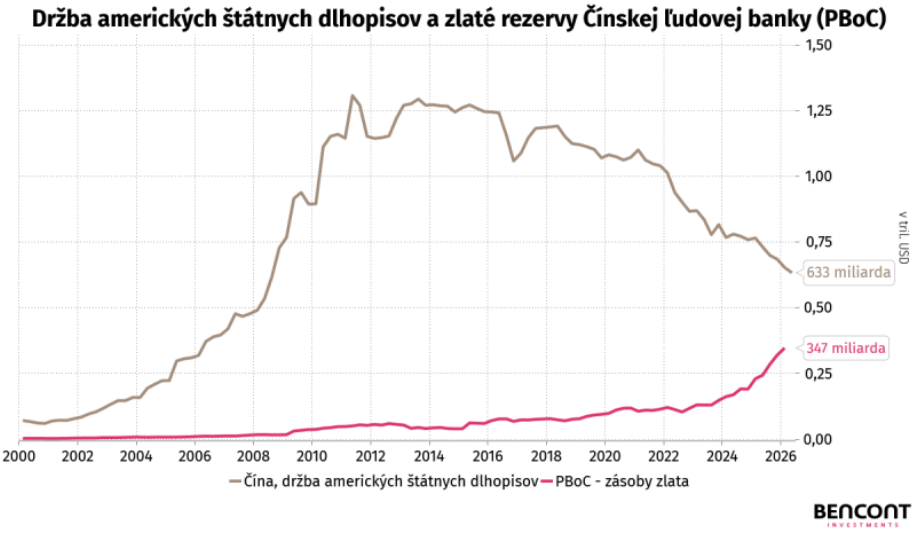
Odolnosť tejto infraštruktúry preverujú najmä obdobia geopolitického napätia. Konflikt medzi USA a Iránom v roku 2026 a s ním spojené sankčné riziká zvýšili záujem o platobné kanály menej závislé od amerického finančného systému. Časť tohto dopytu smerovala práve do čínskeho systému CIPS. Priemerná denná hodnota transakcií v marci vzrástla na 920,5 mld. CNY, teda približne 136 mld. USD, a za celý mesiac systém spracoval platby v hodnote približne 20,3 bilióna CNY, respektíve 2,94 bilióna USD. Zvýšené používanie jüanu bolo viditeľné najmä pri energetických transakciách, hoci jeho podiel na svetovom obchode s ropou sa podľa dostupných odhadov pohybuje len približne medzi 3 a 8 %, zatiaľ čo dolár zostáva dominantný s podielom okolo 80 %. Marcový nárast však zatiaľ nemožno považovať za dôkaz trvalej zmeny. Po rekordnom mesiaci denný objem platieb cez CIPS opäť klesol a v máji dosahoval približne 674 mld. CNY. Vývoj tak skôr potvrdzuje funkčnosť čínskej platobnej infraštruktúry v období geopolitického stresu než zásadný zlom v globálnych finančných tokoch.



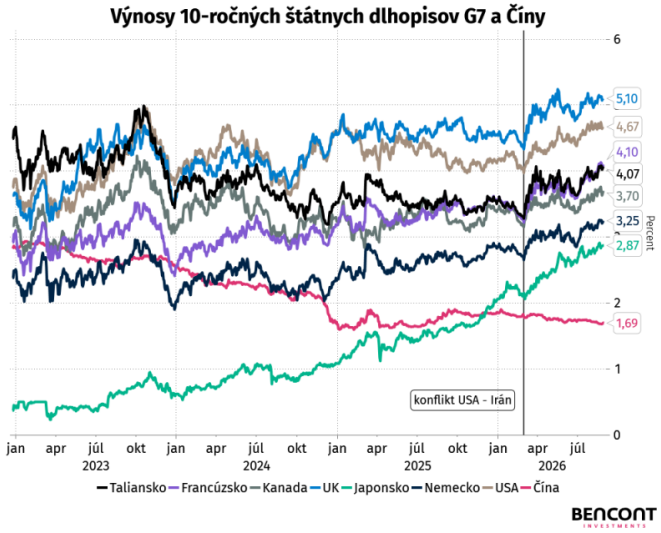
Renmimbi: alternatíva USD ako hlavnej rezervnej meny?

Čínska centrálna banka (PBOC) v júli 2026 predĺžila svoju sériu nákupov zlata už na 21 po sebe idúcich mesiacov, pričom jej oficiálne zásoby dosiahli rekordných 76,08 milióna trojských uncí, teda približne 2 366 ton. Súbežne pokračoval pokles oficiálne vykazovanej čínskej držby amerických štátnych dlhopisov. Ich objem sa v júni 2026 znížil na 633,4 mld. USD, čo bola

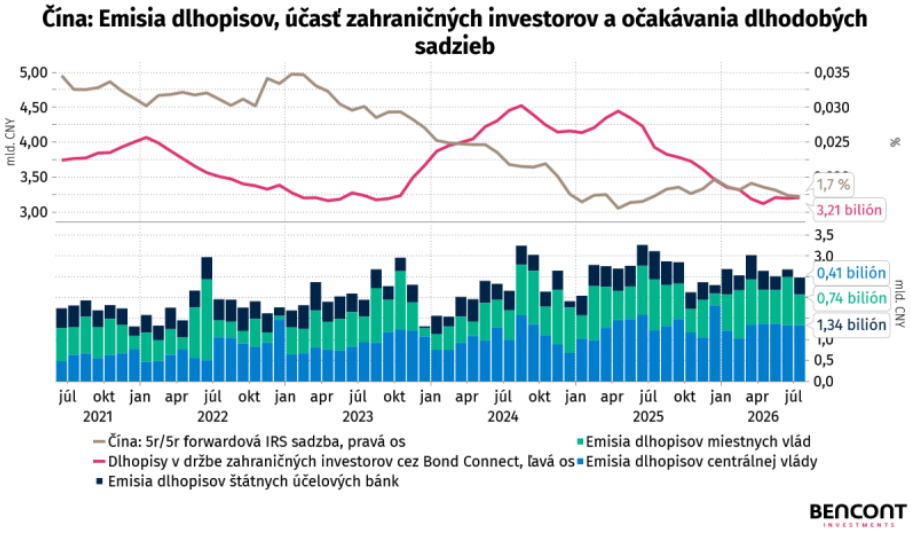
najnižšia úroveň približne za 18 rokov. Oproti júnu 2025 išlo o pokles približne o 98 mld. USD, teda o 13,4 %. Čína sa tým zaradila až na tretie miesto medzi zahraničnými držiteľmi amerického štátneho dlhu za Japonsko a Spojené kráľovstvo. Tento vývoj však nemožno automaticky interpretovať ako rovnako veľký odklon celého čínskeho verejného sektora od dolára, keďže časť devízových aktív sa nachádza aj v štátnych komerčných a rozvojových bankách. Zlato navyše stále tvorí len približne 8 % kombinovanej hodnoty čínskych devízových a zlatých rezerv. Americký dlhopisový trh tak zostáva vďaka svojej veľkosti a likvidite zatiaľ len ťažko nahraditeľnou súčasťou správy devízových rezerv.



Zdanlivá stabilita čínskych výnosov počas geopolitického napätia skôr odráža špecifickú štruktúru domáceho dlhopisového trhu než rastúcu pozíciu jüanových dlhopisov ako bezpečného prístavu. Čínsky trh je výrazne závislý od domácich inštitucionálnych investorov, pričom veľké štátne banky držia približne 30 % všetkých dlhopisov a bankový sektor vlastní približne 70 % vládnych dlhopisov. Kým výnos britských desaťročných dlhopisov vzrástol na približne 5,10 % a americký sa pohyboval okolo 4,67 %, čínsky zostal na úrovni približne 1,69 %. Nízke výnosy súvisia najmä so slabším hospodárskym rastom, nízkou infláciou a slabým domácim dopytom. Významnú úlohu zohráva aj pokračujúca kríza na čínskom realitnom trhu. Nehnuteľnosti predstavujú približne 70 % majetku čínskych domácností a pokles ich cien po roku 2021 zhoršil spotrebiteľskú dôveru aj ochotu domácností míňať. Do konca roka 2025 sa ceny podľa segmentu trhu znížili približne o 12 % pri nových bytoch a o 20 % na sekundárnom trhu. Slabosť ekonomiky bola viditeľná aj v roku 2026, keď investície do fixných aktív v mestských oblastiach za prvých sedem mesiacov medziročne klesli o 6,7 % a maloobchodné tržby v júli vzrástli iba o 0,6 %. Zahraniční investori pritom zostávajú na čínskom dlhopisovom trhu minoritnými hráčmi, kde ku koncu marca 2026 držali približne 3,2 bilióna CNY, čo predstavovalo len 1,6 % celkového objemu dlhopisov evidovaných na trhu.



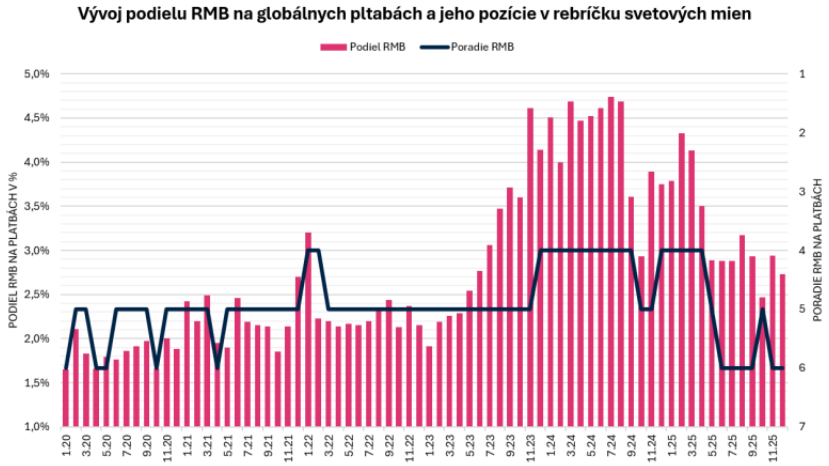
Vývoj zahraničnej držby zároveň ukazuje, že nízka účasť zahraničného kapitálu nie je iba štrukturálnym znakom trhu, ale v sledovanom období sa ešte prehĺbila. Od mája 2025 do marca 2026 boli zahraniční investori jedenásť mesiacov po sebe čistými predajcami jüanových dlhopisov. Odliv pokračoval napriek vysokej emisnej aktivite domáceho verejného sektora, keď miestne vlády, centrálna vláda a štátne rozvojové banky v poslednom sledovanom mesiaci emitovali dlhopisy v objeme približne 2,5 bilióna CNY. Slabý zahraničný dopyt súvisel najmä s nízkymi čínskymi výnosmi a ich nižšou atraktivitou oproti zahraničným alternatívam. Zahraniční investori zároveň zohľadňujú kurz jüanu, náklady na menové zabezpečenie, likviditu trhu a možnosť z trhu vystúpiť. Významným faktorom je aj špecifické fungovanie čínskeho hospodárskeho modelu, v ktorom štát výrazne ovplyvňuje ekonomickú aktivitu a alokáciu kapitálu. Pri hodnotení udržateľnosti dlhu preto nemožno sledovať iba jeho výnos, ale aj schopnosť ekonomiky vytvárať dostatočnú pridanú hodnotu a príjmy na jeho obsluhu. Štrukturálne problémy čínskej ekonomiky túto schopnosť zároveň oslabujú.



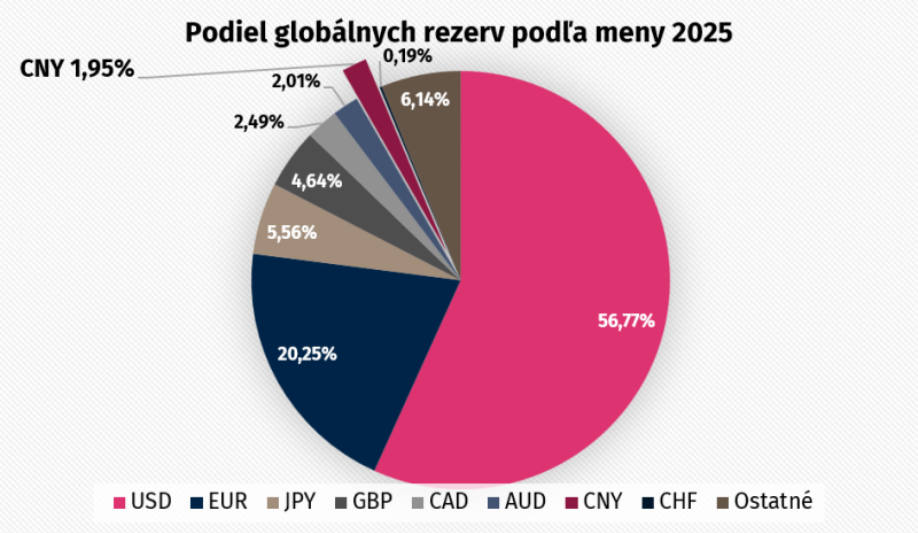
Napriek rokom budovania finančnej infraštruktúry jüan v posledných rokoch stráca časť svojej medzinárodnej atraktivity. Z vrcholného 4,74 % podielu na globálnych platbách a 4. miesta v rebríčku najpoužívanejších mien v júli 2024 klesol jeho podiel na 2,73 %, čo predstavovalo 6. miesto koncom roka 2025. Za poklesom stojí kombinácia miernejšieho tempa rastu čínskeho zahraničného obchodu, neistoty súvisiacej s vývojom kurzu jüanu a opatrnosti bánk pri spracúvaní platieb spojených s Čínou v dôsledku sankčného rizika. Väčšina platieb v RMB sa navyše stále realizuje mimo pevninskej Číny, najmä cez Hongkong, zatiaľ čo priame obchodovanie s jüanom na spotovom devízovom trhu ovláda Londýn s podielom 36,96 %, výrazne pred Čínou s 7,31 %.

Čína preto znižuje technické prekážky, ktoré zahraničným investorom komplikujú držbu jej aktív. Zaviedla možnosti spätného odkupu, teda repo obchodov, pre zahraničné centrálne banky a ďalšie oficiálne inštitúcie, rozšírila prístup k nástrojom na zabezpečenie úrokového rizika a podporila obchodovanie s termínovanými kontraktmi na čínske štátne dlhopisy v Hongkongu. Zároveň rozširuje možnosť používať čínske štátne dlhopisy ako zábezpeku pri finančných transakciách. Cieľom týchto opatrení je zvýšiť likviditu trhu, zlepšiť možnosti financovania a riadenia rizika a tým vytvoriť podmienky pre širšie využitie renminbi ako investičnej a rezervnej meny.

Napriek rozširovaniu infraštruktúry sa medzinárodné používanie jüanu nevyvíja vo všetkých oblastiach rovnako. Pokles jeho podielu v globálnych platbách nemožno interpretovať ako všeobecný ústup renminbi, keďže časť cezhraničných platieb sa realizuje cez CIPS a iné kanály, ktoré SWIFT nezachytáva. Čína zároveň rozširuje svoju finančnú infraštruktúru aj mimo domáceho trhu. Deutsche Bank sa v roku 2026 stala prvou nečínskou európskou bankou oprávnenou priamo zúčtovávať transakcie v renminbi. Rastie aj záujem zahraničných emitentov o panda dlhopisy, teda dlhopisy zahraničných subjektov vydané na čínskom domácom trhu v jüanoch. Vstup na tento trh pripravovalo napríklad Slovinsko, ktoré uvažovalo o emisii až do 5 mld. CNY.



V prípade devízových rezerv je rozdiel medzi používaním a držbou renminbi ešte výraznejší. Podiel jüanu na svetových devízových rezervách sa po jeho zaradení do koša SDR postupne zvyšoval a okolo roku 2022 dosiahol približne 2,8 až 2,9 %. Odvtedy klesol na 1,95 % na konci roka 2025, pričom renminbi zostal pod kanadským a austrálskym dolárom. Americký dolár si napriek dlhodobej diskusii o dedolarizácii udržal podiel 56,77 %. Vývoj tak ukazuje výrazný rozdiel medzi používaním jüanu v medzinárodnom platobnom styku a jeho ochotou byť dlhodobo držaný ako rezervné aktívum.



Rozdiel medzi používaním a držbou renminbi predstavuje jeden z hlavných problémov čínskej stratégie. Firma môže prijať platbu v jüanoch alebo si v nich požičať, ak je to výhodné, no centrálna banka, penzijný fond či veľký správca aktív pri dlhodobom držaní meny potrebuje istotu vysokej likvidity, možnosti zabezpečenia kurzového a úrokového rizika, využitia aktív ako zábezpeky a voľného cezhraničného pohybu kapitálu. Práve vytvorenie dobrovoľného a stabilného zahraničného dopytu po čínskych aktívach zostáva najväčšou výzvou internacionalizácie renminbi.

Čína sa pritom snaží súčasne rozširovať globálne používanie jüanu, priťahovať zahraničný kapitál a zachovať vysokú mieru kontroly nad kapitálovými tokmi a výmenným kurzom. Tento konflikt súvisí s konceptom nemožnej trojice, podľa ktorého krajina nemôže súčasne udržiavať výrazne riadený výmenný kurz, úplne voľný pohyb kapitálu a plne nezávislú menovú politiku. Peking sa dlhodobo prikláňa ku kontrole kapitálového účtu a vysokej miere menovopolitickej autonómie, čím obmedzuje úplnú zameniteľnosť jüanu. To zostáva významnou prekážkou jeho premeny na plnohodnotnú svetovú rezervnú menu. Ďalším zdrojom rizika zostáva vysoká zadlženosť čínskeho nefinančného sektora, ktorá dosahuje približne 313 % HDP, oproti 257 % HDP v USA. Rizikový profil zadlženia oboch ekonomík sa však výrazne líši. V Číne je podstatná časť dlhu koncentrovaná v podnikovom sektore a v subjektoch napojených na miestne

samosprávy. Dlh nefinančných podnikov dosahuje približne 122 % HDP a dlh domácností 59,4 % HDP, pričom významnú dodatočnú záťaž predstavujú spoločnosti zriadené miestnymi samosprávami na financovanie investícií, známe ako LGFV. Po ich zahrnutí dosahuje podnikový dlh približne 178 % HDP. V USA je zadlženie koncentrované viac vo verejnom sektore, ktorého dlh predstavuje približne 120 % HDP, zatiaľ čo dlh nefinančných podnikov a domácností dosahuje 71 %, respektíve 66 % HDP. Vysoká zadlženosť čínskych podnikov a subjektov napojených na miestne samosprávy zvyšuje riziká pre finančnú stabilitu a zároveň zužuje priestor na využívanie ďalšej úverovej expanzie ako nástroja ekonomických stimulov.

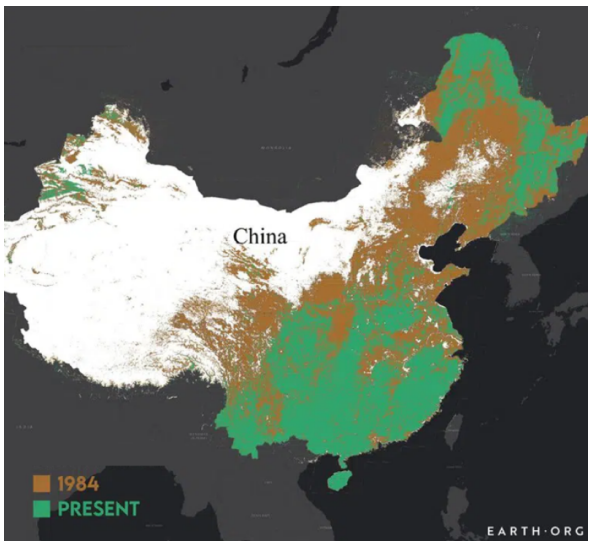
Odlišný pohľad ponúka ekonóm Michael Pettis, podľa ktorého môže byť status hlavnej svetovej rezervnej meny pre emitujúcu krajinu zároveň bremenom. Veľký zahraničný dopyt po bezpečných aktívach môže vytvárať tlak na kurz, kapitálové toky a obchodnú bilanciu. Čínsky model je pritom založený na vysokej miere úspor, exportnej konkurencieschopnosti a obchodných prebytkoch. Plné otvorenie kapitálového účtu a voľnejší výmenný kurz by preto znamenali výraznú zmenu fungovania ekonomiky. Čína môže ďalej rozširovať vlastnú platobnú a finančnú infraštruktúru a zvyšovať používanie jüanu v regionálnom obchode, energetických transakciách či financovaní. Rozdiel medzi ochotou sveta renminbi používať a ochotou v ňom dlhodobo ukladať bohatstvo však zostáva výrazný. Jüan tak môže postupne posilňovať svoju úlohu doplnkovej meny vo viacpólárnom finančnom systéme, no v dohľadnom období pravdepodobne nebude plnohodnotnou náhradou amerického dolára. (lg)

Čínska zelená bariéra

Čínska vláda spustila program Zeleného čínskeho múru v roku 1978, pričom cieľom tohto megaprojektu bolo zastaviť expanziu púští, najmä púští Gobi a Taklamakan. Projekt pokrýva obrovské územie predstavujúce približne 45 % rozlohy Číny a zasahuje do 13 provincií. Realizácia projektu bola naplánovaná na obdobie 72 rokov, pričom jeho definitívne dokončenie sa predpokladá do roku 2050. Oblasť, ktorú má projekt pokryť, bude zahŕňať približne 35,6 mil. hektárov lesa, čo je viac než celková rozloha Poľska.

Lesnatosť v cieľových oblastiach projektu vzrástla z pôvodných 5,05 % v roku 1977 na 13,84 % v roku 2020. Púšť Gobi, ktorá sa v 80. rokoch minulého storočia rozširovala tempom približne 10 tis. km² ročne, v súčasnosti ustupuje o viac ako 2 tis. km² ročne. Celkový podiel desertifikovanej pôdy klesol za poslednú dekádu z 27,2 % na 26,8 %. Taktiež klesla frekvencia piesočných búrok v mestách nachádzajúcich sa v smere vetra, najmä v Pekingu, kde sa medzi rokmi 2009 a 2014 znížila približne o jednu pätinu. V roku 2023 čínsky lesný priemysel vygeneroval ročnú produkciu v hodnote približne 180 mld. USD v rámci obchodu s lesnými produktmi a priamo zamestnával viac ako 60 mil. ľudí po celej krajine.

Vegetačné pokrytie od roku 1984 až po súčasnosť:



Výsadba masívnej rozlohy lesov namiesto pôvodných trávnatých stepí viedla k drastickému nárastu evapotranspirácie (kombinácie výparu vody z pôdy a rastlín do ovzdušia). V rokoch 2001 až 2020 táto nerovnováha viedla k zníženiu zásob sladkej vody na území pokrývajúcom 74 % celkovej rozlohy Číny. Negatívne dopady spôsobili nielen sociálne dôsledky, ako napríklad presídľovanie miestnych pastierov zo stepí a narušenie ich tradičného spôsobu obživy. Samotná výsadba zároveň trpela nízkou mierou prežitia stromov.

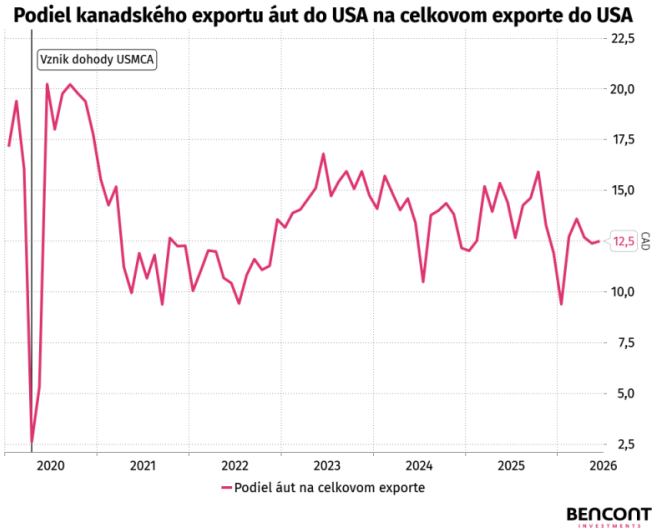
> **Dlhodobé štúdie naznačujú, že počas prvých štyroch dekád projektu sa iba 20 % prežívajúcich lesov do 10 rokov vyvinulo do plnohodnotného porastu a po 40 rokoch zostalo naživе len 10 % stromov.**

Jedným z problémov bolo zalesňovanie pomocou monokultúr, čo spôsobilo vysokú zraniteľnosť lesných celkov voči chorobám. Príkladom je situácia z roku 2000 v provincii Ningxia, kde došlo k strate až 1 mld. topoľových stromov v dôsledku jedinej choroby.

V súčasnosti sa čínsky program neopiera len o cieľ vysadiť čo najväčšiu rozlohu lesov za každú cenu, ale zameriava sa aj na diverzifikáciu biotopov, aby malo zalesňovanie vyššiu efektívnosť. Otázkou však zostáva ekonomická efektívnosť takejto výsadby v severných oblastiach Číny. Ekonomické analýzy, ktoré do bilancie zalesňovania započítavajú aj nepriame náklady, napríklad náklady na vodu, poukazujú na to, že umelé zalesňovanie v suchých oblastiach môže viesť k čistej ekonomickej strate. (mmm)

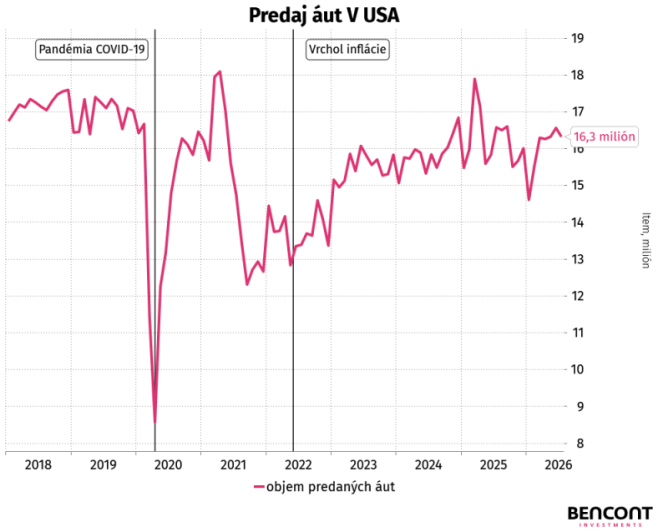
Vplyv amerických ciel na Kanadu

Dohoda medzi USA a Kanadou sa rozpadla 21. augusta, keď sa tieto krajiny nedohodli na spoločných podmienkach obchodu. Ešte v júli prezident Trump oznámil 50 % clá na vybraný kanadský export. Po rozpade dohôd nasledovalo 22. augusta oznámenie odvetného kroku zo strany Kanady, ktorá zavedie clá „dolár za dolár“, čo znamená, že ak USA zavedú clá na tovar v hodnote napríklad 20 miliárd USD, Kanada zavedie clá na tovar z USA v rovnakom objeme. Následne na to prišiel Donald Trump 24. augusta s vyjadrením, že uvalí clá na automobily, nákladné vozidlá a automobilové súčiastky z Kanady vo výške 50 %. Účinnosť týchto ciel má nastať od 1. januára 2027 a ich dopad môže znamenať značné komplikácie pre americko-kanadský automobilový priemysel.



Základom obchodu s automobilmi medzi USA a Kanadou je dohoda USMCA. Táto dohoda umožňuje preferenčný, spravidla bezcolný priechod tovarov medzi krajinami USA, Kanadou a Mexikom, pokiaľ spĺňajú pravidlá pôvodu USMCA. Keďže výroba áut medzi týmito regiónmi neustále prebieha, časť komponentov sa vyrába a montuje v Kanade, časť v USA a časť v Mexiku, existencia tejto dohody chráni v prvom rade spotrebiteľov. Začiatkom marca 2025, keď prezident Trump spúšťal prvé kolá svojej colnej politiky, bola dohoda USMCA ovplyvnená novovzniknutými clami. V tom období, 4. marca 2025, uviedol prezident Trump do platnosti 25 % clá na kanadský dovoz. Následne 6. marca 2025 tento režim upravil. Tovary, ktoré spĺňali pravidlá USMCA, boli

od dodatočného 25 % cla oslobodené, zatiaľ čo tovary nespĺňajúce pravidlá USMCA naďalej podliehali 25 % clu. Od 3. apríla 2025 začalo platiť osobitné 25 % clo na dovážané automobily. Pri vozidlách spĺňajúcich pravidlá USMCA zohrávala kľúčovú úlohu hodnota amerického obsahu vozidla. Clo sa mohlo uplatniť iba na hodnotu neamerického obsahu vozidla. Ak neamerický obsah vozidla predstavoval 20 tisíc USD, pričom celková hodnota vozidla bola 50 tisíc USD, 25 % clo pripadalo na hodnotu 20 tisíc USD. Clo tak predstavovalo 5 tisíc USD a celkové náklady po jeho započítaní by predstavovali 55 tisíc USD. V súčasnosti preto zostáva veľkou otázkou, či Trump zavedie 50 % clá na celkovú hodnotu vozidla vyrobeného v rámci USMCA, alebo zachová mechanizmus, pri ktorom sa clo uplatňuje iba na neamerický obsah vozidla. Export motorových vozidiel a automobilových dielov v roku 2025 predstavoval približne 11,8 % z celkového objemu exportovaného tovaru Kanady. V prípade zavedenia 50 % ciel by sa cena týchto vozidiel a automobilových komponentov mohla značne zvýšiť a americký spotrebiteľ by to mohol výrazne pocítiť. Zvýšenie ciel takisto postihuje kanadský oceliarsky priemysel, ktorý už podlieha 50 % clám. Celkovo nové 50 % clá zasahujú kanadský tovar v hodnote približne 20 miliárd USD, čo predstavuje približne 5 % kanadského exportu do USA. Medzi ďalšie tovary, ktoré sa spomínajú ako predmet ciel, patria napríklad víno a alkoholické nápoje, cement, hokejové príslušenstvo alebo elektronika. Podiel kanadského exportu tovarov smerujúceho do USA tvoril v roku 2025 približne 71,7 %, pričom v roku 2024 dosahovalo toto číslo 75,9 %. Kanada je pri existencii týchto ciel významne zraniteľnejšia ako USA, hoci v posledných rokoch začala diverzifikovať svoj vývoz. Dôležité však stále zostáva, že drvivá väčšina exportu prúdi do USA, pričom vybudovanie nových obchodných vzťahov, distribučných sietí a prispôsobenie výroby iným trhom môže trvať roky.

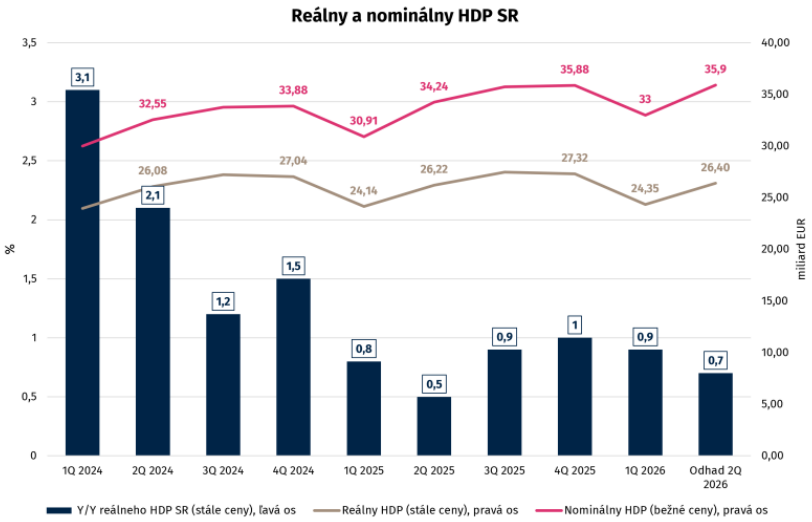


Záver

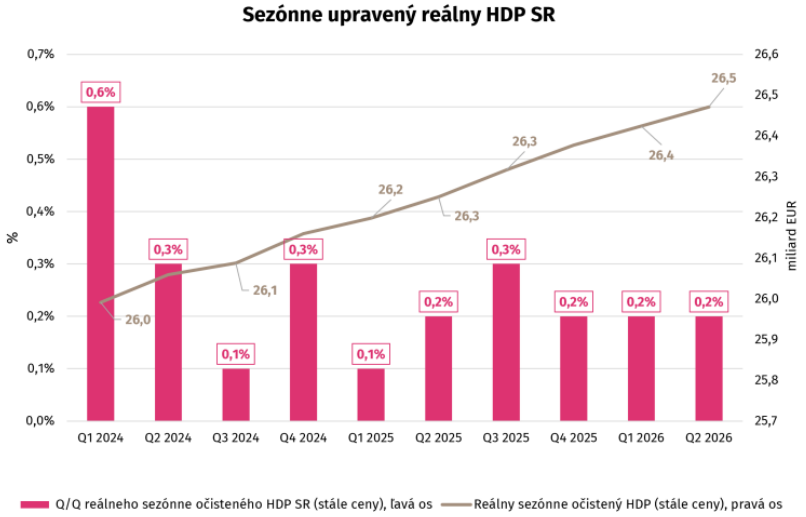
Ak sa nakoniec ukáže, že clá sa budú uplatňovať aj na celkovú hodnotu vozidiel vyrobených v rámci režimu USMCA, ceny áut môžu vzrásť a pre priemerných Američanov sa môžu stať autá menej dostupné. Dopyt po autách sa v posledných rokoch po pandémii COVID-19 podarilo stabilizovať a dnes dosahuje približne 16 miliónov vozidiel. Avšak keďže auto samo o sebe predstavuje relatívne drahý statok, aj malé prírastky môžu celkovú cenu značne zvýšiť. Navyše veľa domácností potrebuje na kúpu auta financovanie prostredníctvom úveru. V súčasnosti sú úrokové sadzby na klesajúcej tendencii oproti vrcholu z roku 2023, keď cieľové pásmo úrokovej sadzby FED-u dosahovalo úroveň 5,25 – 5,5 %. Inflácia pritom v júni 2022 dosiahla 9,1 %. V tomto období predaj nových áut klesol na približne 14 miliónov vozidiel. Trvalo približne dva roky, kým sa predaj opäť priblížil k úrovniam, ktoré dosahoval pred pandémiou. Navyše bude zaujímavé pozorovať vývoj kanadskej ekonomiky, ktorej obchodná bilancia tovarov skončila v roku 2025 deficitom približne 31 miliárd CAD. Pri poklese exportu môže Kanada zaznamenať spomalenie HDP, pričom investície súkromného sektora môžu vplyvom nižšej výroby zaznamenať takisto pokles. Pokles investícií sa následne môže prejaviť na zamestnanosti a nakoniec aj na spotrebe domácností. Hoci nemusí ísť o ekonomickú krízu, je možné, že takéto rozhodnutie prezidenta Trumpa bude mať zjavné ekonomické dopady na rast kanadskej ekonomiky, ktorá môže v nasledujúcich rokoch rásť pomalším tempom. (mš)

Odhad HDP Slovenska k 2. štvrťroku

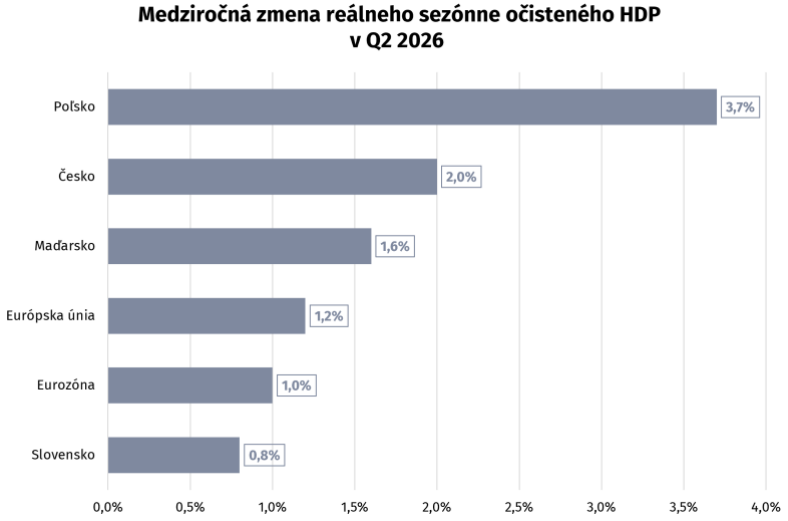
Podľa rýchleho odhadu ŠÚ SR (poskytuje prvý obraz hospodárskeho vývoja, avšak vychádza z neúplných údajov, a preto môže byť neskôr upresnený) vzrástol reálny HDP Slovenska v Q2 medziročne o 0,7 %. Išlo o najpomalšie tempo rastu za posledné štyri štvrťroky. Z hodnotového hľadiska dosiahol 26,4 mld. EUR (+187,5 mil. EUR medziročne). V bežných cenách, teda bez očistenia o cenové zmeny (nominálny HDP), dosiahol HDP 35,9 mld. EUR (+1,7 mld. EUR medziročne).



Po sezónnom očistení, ktoré odstraňuje pravidelné výkyvy počas roka, vzrástol HDP kvartálne o 0,2 %. Tempo rastu bolo rovnaké ako v Q1 – síce sa teda dynamika nespomalila, naďalej však zostala slabá.



V medziročnom porovnaní rástol sezónne očistený HDP Slovenska 0,8 %. To znamená, že tentokrát už menej ako v Q1 (+0,9 %) a zároveň i menej ako Eurozóna (+1,0 %) aj EÚ (+1,2 %). Slabosť teda nebola celoeurópska a naši najbližší susedia vzrástli v priemere o 2,4 %.



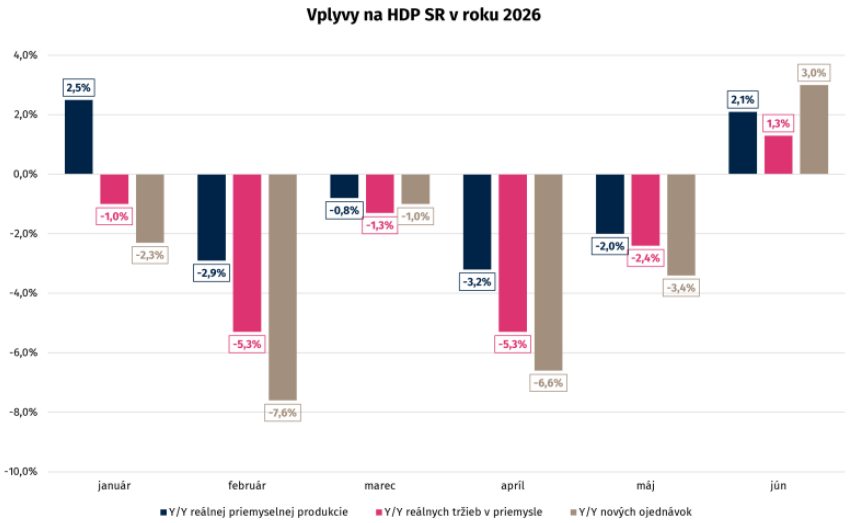
Jednou z hlavných slabín slovenskej ekonomiky môže byť nízka diverzifikácia priemyslu. Motorové vozidlá a ostatné dopravné prostriedky tvorili v roku 2025 až 46 % hodnoty priemyselnej produkcie SR, najviac v EÚ. Keďže odvetvie je výrazne orientované na vývoz, jeho problémy nedokážu ostatné sektory dostatočne vyvážiť. Nominálne údaje pritom neukazujú všeobecný pokles zahraničného odbytu – za prvý polrok sa medziročne zvýšil o 2,8 % na 57,5 mld. EUR, zatiaľ čo dovoz vzrástol o 2,2 % na 55,8 mld. EUR. Obchodný prebytok tak stúpol na 1,7 mld. EUR (približne +400 miliónov EUR medziročne).

Lepší nominálny obchod sa však nepremietol do reálnej výroby – priemyselná produkcia za polrok klesla o 0,8 % a výroba dopravných prostriedkov takmer o 3 %.

V júni navyše dovoz vzrástol o 9,5 %, rýchlejšie ako vývoz (+8,2 %), čo oslabilo obchodné saldo na konci Q2. Navyše údaje ohľadom zahraničného obchodu sú v bežných cenách, takže časť rastu mohla súvisieť so zmenami cien, nie s vyšším objemom výroby.

Neistotu firiem ukazovali aj reálne priemyselné objednávky – v apríli dosiahli 5,58 mld. EUR (-6,6 % medziročne), v máji 5,72 (-3,4 %) a v júni 5,86 (+3,0 %), čo bol prvý rast od septembra 2025. Jún teda môže byť signálom možného obratu, no nemožno ho výslovne považovať za dôkaz trvalého oživenia. Pokiaľ si firmy nie sú isté pokračovaním objednávok, návratnosť nových strojov

je rizikovejšia a investície sú odkladané.



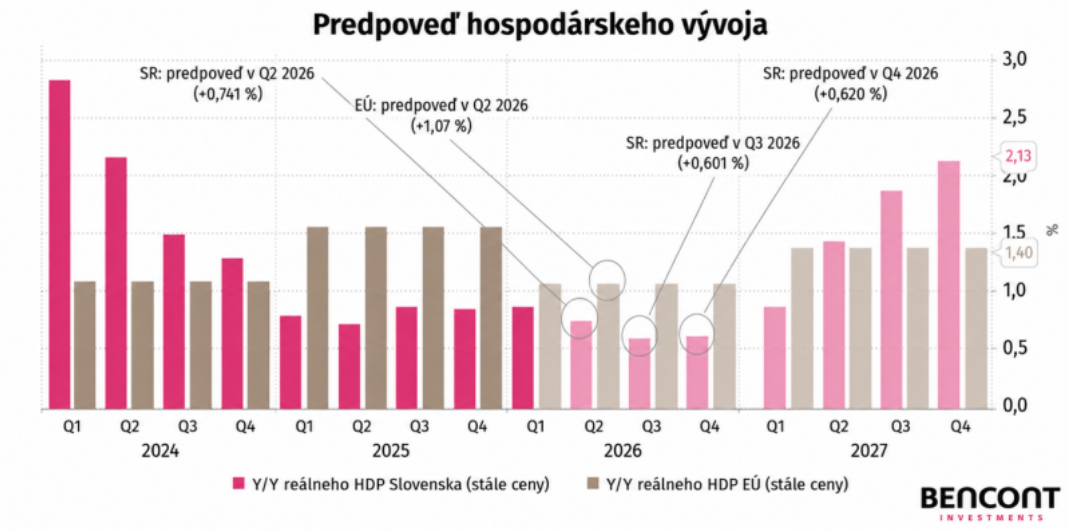
Reálny HDP v 1. štvrťroku	Reálny HDP v 2. štvrťroku	Reálna priemyselná produkcia v 1. polroku	Reálne tržby priemyslu v 1. polroku
0,9%	0,7%	-0,8%	-2,3%

Slabší priemysel a neisté objednávky sa na trhu práce zatiaľ prejavili len mierne. Zamestnanosť dosiahla 2,428 mil. osôb – po sezónnom očistení sa medziročne nezmenila a medzikvartálne vzrástla o 0,1 %. Stabilný počet pracujúcich tak síce bránil oslabeniu spotreby, no nevytvoril priveľmi silný dopyt. To ovplyvnilo reálne maloobchodné tržby, ktoré v Q2 medziročne stúpli iba o 0,9 %. Daným skutočnostiam zodpovedal aj vývoj miezd – v júni reálne rástli v siedmich z desiatich odvetví, no v priemysle iba o 0,1 % a v maloobchode klesli o 0,3 %.

Stavebná produkcia za polrok vzrástla o 9,2 % a nová výstavba o 12,7 %, no investície podľa rýchleho odhadu v Q2 klesli. Keďže ich skladbu ešte nepoznáme, možno len predpokladať, že oslabenie zasiahlo stroje, zariadenia či iné položky, ktorých odkladanie brzdí modernizáciu a produktivitu. Problém prehlbuje montážne a subdodávateľské postavenie mnohých firiem SR, ktoré podporuje export, ale vytvára menšiu domácu pridanú hodnotu. MSP zamestnávajú 74,2 % pracovníkov podnikovej ekonomiky, no vytvárajú iba 55,9 % jej pridanej hodnoty. Slovensko navyše dlhodobo investuje do výskumu a vývoja približne 1 % HDP (EÚ približne 2,2 %), čo obmedzuje inovácie, automatizáciu a sofistikovanejšiu produkciu.

Pri neistých objednávkach firmy odkladajú nábor, zvyšovanie miezd aj investície do technológií.

Krátkodobo tým chránia hotovosť, dlhodobo však strácajú voči produktívnejším konkurentom. Spomalenie preto nie je iba problémom automobilového priemyslu, ale aj ekonomického modelu s nízkym domácim know-how a pridanou hodnotou. Situáciu navyše komplikuje konsolidácia a vysoké daňovo-odvodové zaťaženie práce – pri bezdetnom zamestnancovi s priemernou mzdou dosiahol daňový klin v roku 2025 na Slovensku 42,7 % celkových nákladov práce, oproti priemeru OECD 35,1 %. Výhľad zostáva slabý – v druhej polovici roka 2026 sa očakáva rast okolo 0,6 % oproti približne 1,1 % v EÚ. Výraznejšie oživenie by malo prísť až v roku 2027, keď by slovenský rast mohol v jeho druhej polovici prekonať tempo EÚ. (vv)

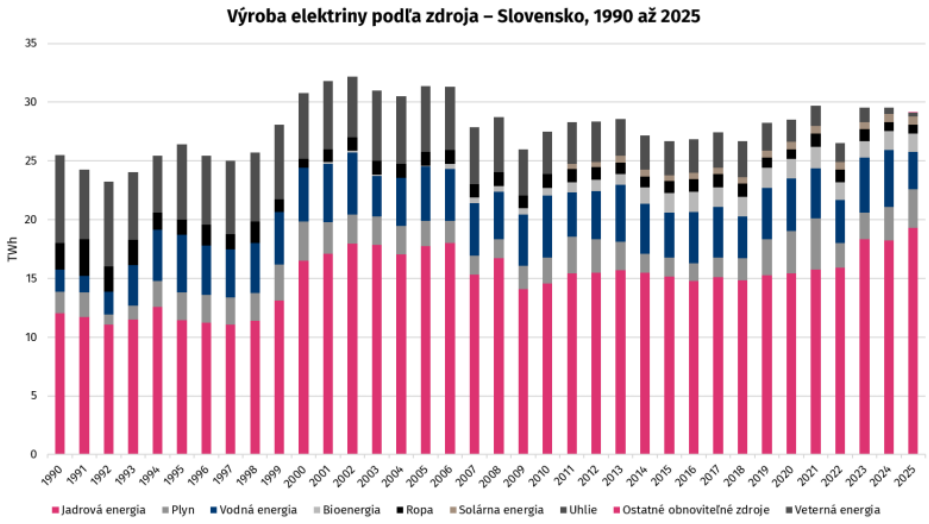


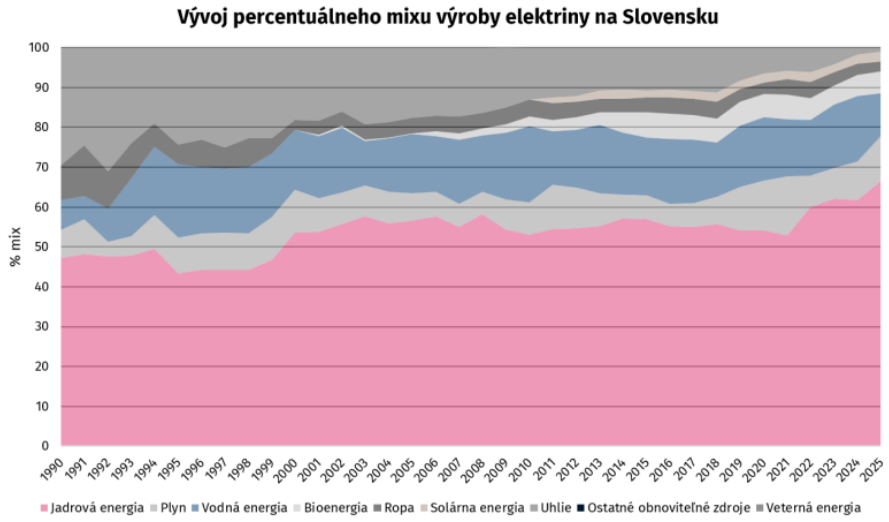
Veterná energetika na Slovensku

Na Slovensku sa od mája tohto roka začal riešiť strategický dokument o „Akceleračných zónach pre veternú energiu“. Debata sa posunula nielen od súhlasu s výstavbou veterných elektrární, ale aj k otázke, kde by sa takéto zóny mohli nachádzať. Z prieskumov od IPSOS pre Plán obnovy v máji súhlasilo až 71 % respondentov s výstavbou veterných parkov vo svojej blízkosti alebo v blízkosti bydliska. V predchádzajúcom roku to bolo len 61 % respondentov.

Ak sa pozrieme na dnešnú situáciu veternej energetiky na Slovensku, tak aktuálne figuruje jedna turbína s výkonom 0,5 MW v okrese Myjava a 4 turbíny –(fungujúce len 3 turbíny) s výkonom 2,64 MW v okrese Senica. Celková produkcia elektrickej energie na Slovensku dosahuje približne 30 TWh ročne, pričom až viac ako 66,4 % pochádza z jadrového zdroja –(druhý najväčší podiel jadrovej energie po Francúzsku). Po spustení posledného 4. bloku v Mochovciach, ktorý by mal

dosiahnuť plný výkon až 471 MW koncom roka 2026, by sa podiel jadra mohol navýšiť k hranici 70 %, čo by bolo najviac v celej EÚ. V roku 2025 tvorila produkcia elektriny z plynového zdroja až 11,27 % a vodná energetika tvorila iba 10,86 % -(dlhodobo sa pohybuje okolo 14 %). Veterná energetika tak na produkcii elektriny na Slovensku netvorí ani len 1 %, čím je tento zdroj výroby elektriny na Slovensku zanedbateľný.

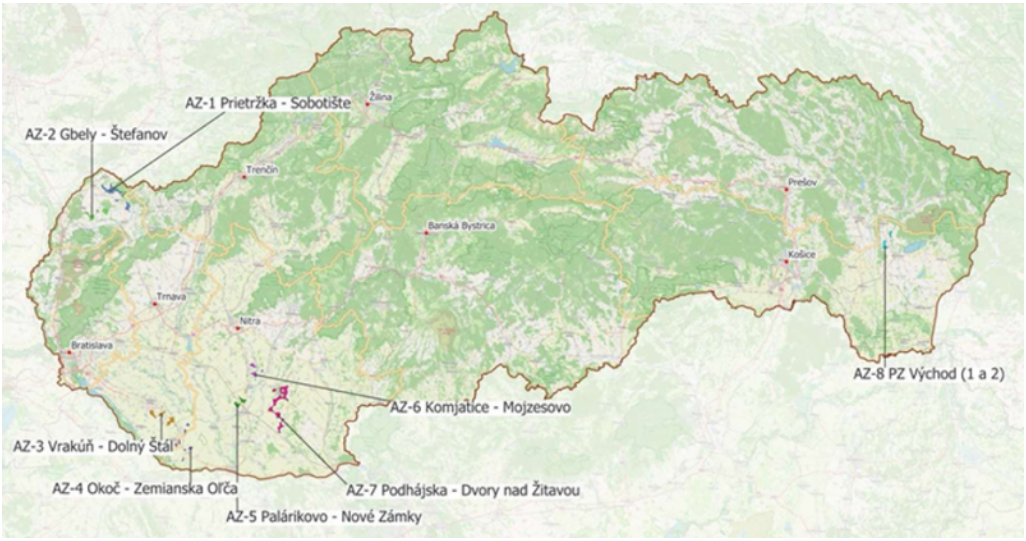




Zdroj: Our World in Data

Výraznejšia verejná diskusia sa rozprúdila po predstavení návrhu ôsmich akceleračných zón, v ktorých by mohlo byť umiestnených až 207 veterných turbín s celkovým inštalovaným výkonom 1 449 MW. Pri predpokladanom kapacitnom faktore 27,5 % by ich ročná výroba elektrickej energie mohla dosiahnuť približne 3,49 TWh.

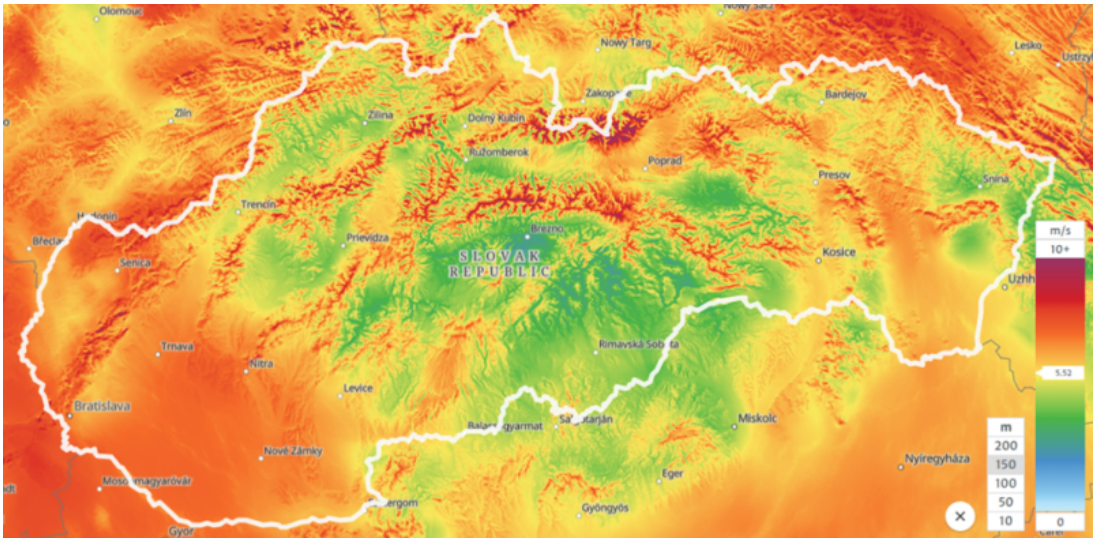
Mapa znázorňujúca lokalizáciu akceleračných zón:



Zdroj: Akceleračné zóny pre veternú energiu

Nasledujúca tepelná mapa znázorňuje priemernú rýchlosť vetra vo výške približne 150 metrov nad zemou, teda vo výške, v ktorej pracujú moderné veterné turbíny. Plánované akceleračné zóny sa nachádzajú najmä na západnom Slovensku, pričom sú sústredené predovšetkým v Nitrianskom kraji a v severnej časti západného Slovenska. V týchto oblastiach dosahuje priemerná ročná rýchlosť vetra približne 6,5 až 7 m/s, čo vytvára vhodné podmienky na stabilnú prevádzku veterných turbín. Pri hornej hranici kapacitného faktora na úrovni 32,1 % by sa ročná výroba elektrickej energie mohla zvýšiť približne o ďalších 0,58 TWh.

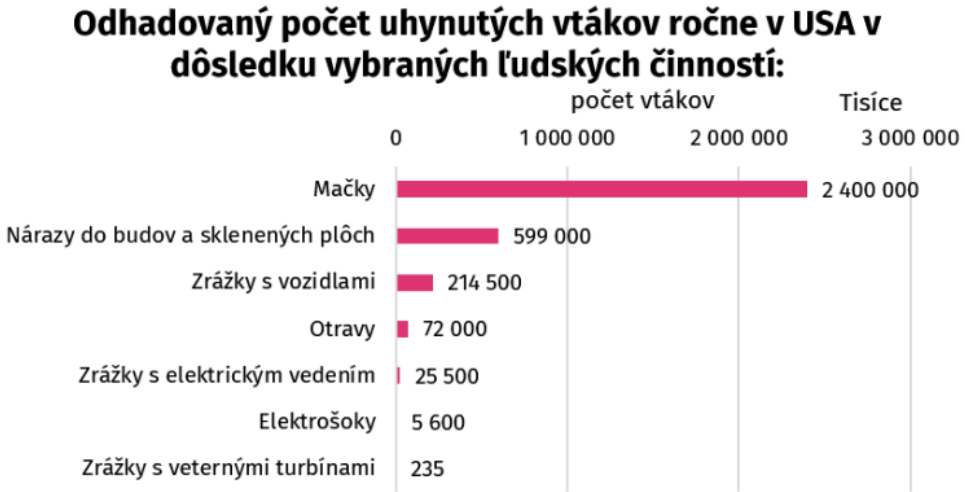
Rýchlosť vetra na Slovensku podľa tepelnej mapy:



Zdroj: Global Wind Atlas

Cena elektriny vyrábanej pomocou veterných zdrojov by sa mala pohybovať v rozmedzí 35 až 72 EUR/MWh, pričom ide o výrazne nižšiu hodnotu v porovnaní s jadrovými zdrojmi, kde sa cena vyrábanej elektriny pohybuje v rozmedzí 90 – 160 EUR/MWh-(vysoká suma zahŕňa extrémnu investičnú náročnosť s častým predlžovaním výstavby nových blokov). Veterné turbíny sú však primárne závislé od poveternostných podmienok. Ak rýchlosť vetra klesne pod 3 m/s, výkon turbíny sa môže prepadnúť až na nulu. Ďalším problémom je výroba elektrickej energie v období, keď nie je vysoký dopyt po elektrine. Tento problém môžu čiastočne riešiť záložné rezervy v podobe batériových úložísk, ktoré stabilizujú sieť napájanú veternými zdrojmi, avšak zároveň zvyšujú investičné náklady a predlžujú návratnosť projektu, ktorá sa môže zvýšiť zo 6 na 10 rokov.

Jedným z argumentov proti veterným turbínam je úhyn vtáctva a možné narušenie fauny v regióne. Keď sa však pozrieme na štatistiky z USA, ročne dochádza k úhynu približne 365 miliónov až 2,4 miliardy vtákov v dôsledku domácich a túlavých mačiek, zatiaľ čo veterné elektrárne sú zodpovedné za úhyn približne 235-tisíc vtákov. Podobne nízke hodnoty dosahuje veterná energetika aj v porovnaní s ostatnými zdrojmi energie. Na výrobu 1 GWh pripadá približne 0,3 uhynutého vtáka, pri jadrovej energetike je to 0,4 vtáka a pri fosílnych palivách približne 5,2 vtáka. Aj keď veterné turbíny nespôsobujú výrazné škody z hľadiska priameho úhynu voľne žijúcich živočíchov, v niektorých prípadoch môžu ovplyvňovať migračné trasy vtákov alebo viesť k tomu, že sa vtáky oblastiam s turbínami vyhýbajú vo vzdialenosti 1 – 5 km, čo môže narúšať prirodzenú faunu v regióne.

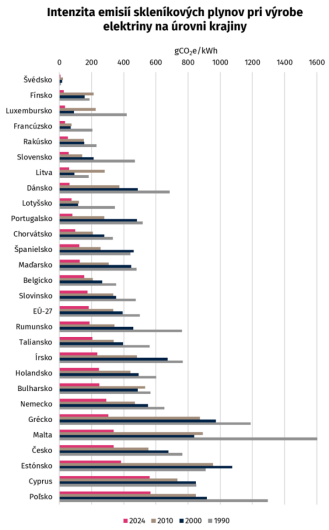


Zdroj: U.S. Fish & Wildlife Service

Jednou z hlavných obáv domácností v súvislosti s veternými turbínami je hluk. Ten však dosahuje približne 40 dB počas dňa až 45 dB v noci. Vo vzdialenosti viac ako jeden kilometer sa pritom priame fyziologické dopady na zdravie považujú za vylúčené. Ďalším faktorom, prostredníctvom ktorého môžu veterné turbíny ovplyvňovať domácnosti, sú ceny nehnuteľností.

V USA priemerný pokles hodnoty nehnuteľností v pohľadovom pásme (do 10 km) predstavuje len 1,12 %. Najvýraznejší prepad sa koncentruje v tesnej blízkosti do 1,5 km, kde dosahuje v priemere 1,2 % až 8 %. Pokles cien vrcholí približne 3 roky po výstavbe, no v priebehu 5 až 7 rokov úplne vyprchá, keďže sa obyvateľstvo adaptuje. Vo Švédsku sa preukázal trvalý pokles hodnoty nehnuteľností v okruhu 2 km od turbín o 10 % až 15 %. Negatívny vplyv slabne na nulu až vo vzdialenosti 6 až 10 km. V Nórsku v okruhu do 2 km klesli ceny nehnuteľností o 4 % až 14 %, pričom efekt konvergoval k nule vo vzdialenosti 3 až 7 km. Na rozdiel od USA sa v Nórsku nepreukázal žiadny efekt adaptácie v čase (ceny sa po rokoch nezotavili).

Kompenzácia straty hodnoty nehnuteľností môže mať podobu zvýšenia rozpočtu obce alebo priamych finančných príspevkov jednotlivým domácnostiam. Príkladom je situácia v českej obci Anenská Studánka (Pardubický kraj). Výstavba sa bude týkať štyroch nových veterných turbín, pričom v obci už funguje šesť starších veterných turbín. Samospráva získa približne 330-tisíc eur okamžite po uvedení veterných turbín do prevádzky a počas nasledujúcich 25 rokov bude obec inkasovať stabilný príjem vo výške približne 100-tisíc eur ročne. Domácnosti v obci majú na výber buď ročný finančný príspevok vo výške približne 1 000 eur alebo možnosť odoberať elektrickú energiu priamo z veterného parku za fixnú sadzbu 1,5 Kč/kWh bez DPH (62,12 EUR/MWh), a to do maximálneho ročného limitu 10 MWh na domácnosť. Ide o jeden z príkladov, ako môže investor do veternej energetiky kompenzovať negatívne externality spojené s výstavbou a prevádzkou veterného parku.



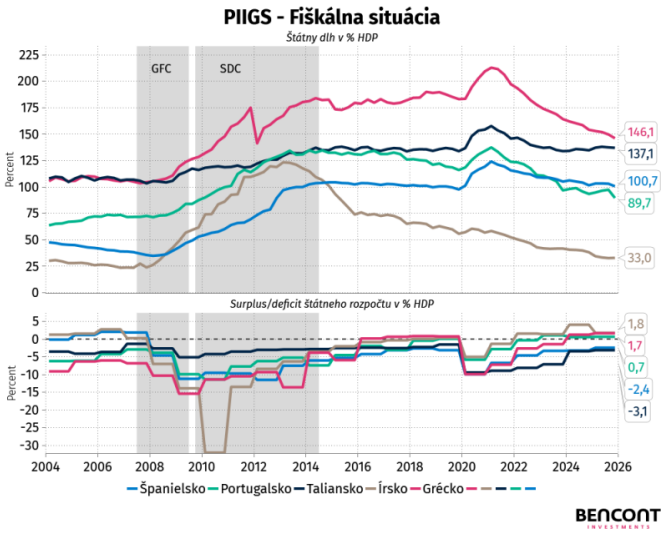
Zdroj: Eurostat

Hlavným cieľom Európskej únie je zvyšovanie podielu obnoviteľných zdrojov na výrobe elektrickej energie. Aj keď má Slovensko podiel obnoviteľných zdrojov na výrobe elektriny len na úrovni približne 18 %, patrí medzi šesť krajín s najnižšími emisiami na kWh, pričom pri výrobe elektrickej energie produkuje iba približne 59 g CO_2/kWh v porovnaní s priemerom EÚ na úrovni 183 g CO_2/kWh. Pokiaľ ide o dodržiavanie podmienok znižovania emisií, Slovensko ich už dnes

napĺňa, a to najmä vďaka veľkému podielu jadrovej energetiky. Tu sa preto naskytá otázka, čo by malo byť hlavným cieľom EÚ- znižovanie emisií alebo samotné zvyšovanie podielu obnoviteľných zdrojov energie. Z pohľadu emisií sa preto Slovensko nateraz nemusí ponáhľať s dobiehaním ostatných krajín v oblasti zvyšovania podielu obnoviteľných zdrojov, keďže už dnes dosahuje veľmi nízke emisie pri výrobe elektrickej energie. (mmm)

Vplyv dlhovej krízy na realitný trh krajín PIIGS

Vývoj na realitných trhoch eurozóny v krajinách PIIGS (Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko, Španielsko) nebol po roku 2007 homogénnym procesom, ale výsledkom dvoch odlišných makroekonomických šokov. Odborná literatúra striktne rozlišuje medzi vplyvom globálnej finančnej krízy (GFC) v rokoch 2007 – 2009 a následnej európskej dlhovej krízy (SDC) v rokoch 2010 – 2013. Tieto krízy prebiehali cez odlišné transmisné mechanizmy a zanechali na štruktúre trhov nehnuteľností špecifické stopy. Zatiaľ čo finančná kríza predstavovala spúšťač ekonomického úpadku cez bankový a realitný sektor, fiškálna kondícia krajiny zásadne ovplyvnila tempo následného zotavenia. Grécko, Taliansko a Portugalsko vstupovali do finančnej krízy s pomerom štátneho dlhu k HDP vyšším než maastrichtský limit 60 % HDP, pričom Taliansko a Grécko boli nad úrovňou 100 % HDP. Na druhú stranu Španielsko a Írsko disponovali nižšou úrovňou štátneho dlhu a prebytkami štátnych rozpočtov. O to silnejšie však boli zasiahnuté finančnou krízou, ktorá si vyžiadala na zotavenie ekonomiky hlboké deficity štátneho rozpočtu – Španielsko vykázalo v roku 2009 deficit 11,2 % HDP a Írsko 13,9 % HDP.

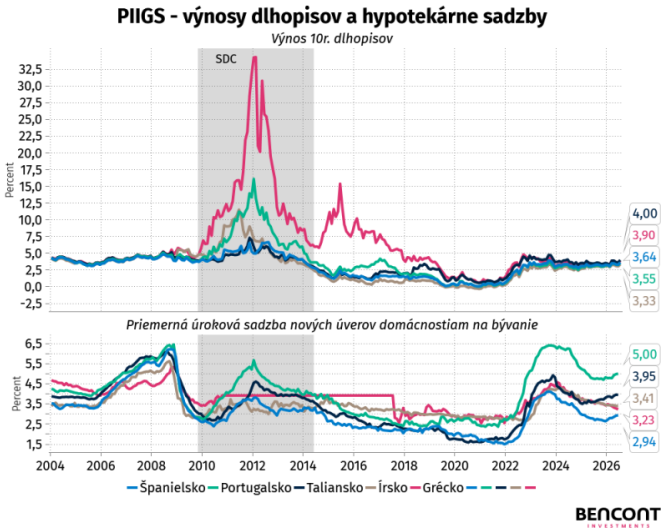


Dlhová kríza v eurozóne sa začala naplno prejavovať v novembri 2009, keď nová grécka vláda priznala, že rozpočtový deficit je výrazne vyšší (12,5–12,7 % HDP) než pôvodne uvádzaných 3,7 %

HDP. Až po následnej revízii a validácii údajov Eurostatom sa deficit za rok 2009 ustálil na úrovni 15,4 % HDP. Táto informácia vyvolala prudký pokles dôvery investorov a rast výnosov gréckych 10r. dlhopisov z úrovne 4,7 % na vyše 30 % v úvode roka 2012. Obavy sa preniesli aj na Portugalsko, Írsko, kde sa výnosy dlhopisov dostali nad 14 %. Taktiež talianske a španielske dlhopisy niesli v úvode roka 2012 výnos 6-7 %, zatiaľ čo nemecké 1,9 %.

Dôvodom bola kombinácia vysokého resp. prudko rastúceho dlhu, slabého rastu, problémov bánk alebo výrazných makroekonomických nerovnováh. Investori preto spochybňovali nielen udržateľnosť gréckych financií, ale aj schopnosť ďalších periférnych krajín eurozóny financovať svoj dlh bez vonkajšej pomoci. Fiškálna situácia štátov PIIGS okrem Grécka však sama o sebe nevysvetľovala nárast rizikovej prirážky oproti nemeckým dlhopisom. Avšak panika investorov a výpredaj dlhopisov výrazne zvýšili náklady refinancovania štátu a bánk. Ak by sa riziková prirážka dlhopisov udržala na predkrízových úrovniach, pravdepodobnosť potreby záchranných programov v Írsku, Portugalsku a Španielsku by bola podstatne nižšia.

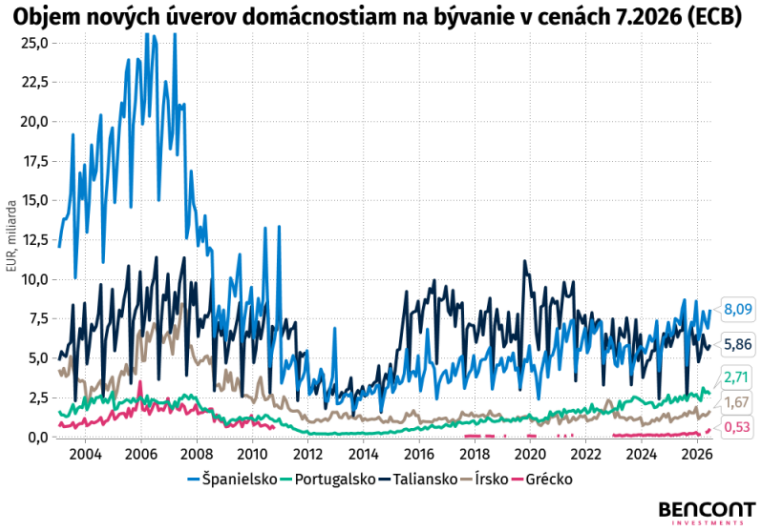
Vzťah medzi rastúcim vládnym dlhom a cenami nehnuteľností je sprostredkovaný komplexnými transmisnými kanálmi finančného trhu, pričom ústrednú úlohu zohráva previazanosť štátu a bankového sektora. Ak sa zhoršuje dôveryhodnosť suveréna (štátu), výnosy jeho dlhopisov rastú - trhová cena klesá, čo priamo poškodzuje bilancie domácich bánk, ktoré tieto dlhopisy držia ako vysoko likvidné aktíva s nulovou rizikovou váhou. Pokles trhovej hodnoty vládnych cenných papierov môže zhoršiť bilančnú pozíciu bánk a v závislosti od ich účtovného zatriedenia zasiahnuť aj vlastné imanie, čo ich núti obmedzovať poskytovanie úverov reálnej ekonomike, vrátane hypoték, s cieľom chrániť svoju kapitálovú primeranosť.



Zároveň platí pravidlo suverénneho stropu. Rating domácich bánk je spravidla silno ovplyvnený ratingom štátu. Zhoršenie ratingu štátu preto môže viesť aj k zníženiu ratingu bánk, zdraženiu

ich financovania na medzibankovom trhu a obmedzuje ich dlhodobú likviditu. Banky sú následne nútené preniesť tieto zvýšené náklady na retailových klientov prostredníctvom vyšších úrokových sadzieb. Tento vytesňovací efekt viedol v krajinách PIIGS k tomu, že banky namiesto poskytovania úverov nakupovali domáce štátne dlhopisy s vysokým výnosom. Tým sa prehĺbila úverová reštrikcia pre domácnosti a malé podniky.

Hypotekárne úrokové sadzby nie sú priamo odvodené od výnosov štátnych dlhopisov, ich rast sa však môže do úverového trhu prenášať cez vyššie náklady financovania bánk. Počas dlhovej krízy rast rizikovej prirážky štátov PIIGS zhoršoval prístup domácich bánk k financovaniu, znižoval hodnotu časti aktív v ich bilanciách a zvyšoval tlak na kapitál a likviditu. Banky preto sprísňovali úverové štandardy, zvyšovali požiadavky na bonitu klientov a obmedzovali poskytovanie nových hypoték. V Grécku bola úverová aktivita v období 2011 – 2017 natoľko nízka, že priemerná úroková sadzba nových hypoték mala obmedzenú vypovedaciu schopnosť. Nízky objem nových úverov zároveň prispieval k tomu, že vykazovaná sadzba pôsobila, akoby bola počas tohto obdobia zastropovaná tesne pod úrovňou 4 %.



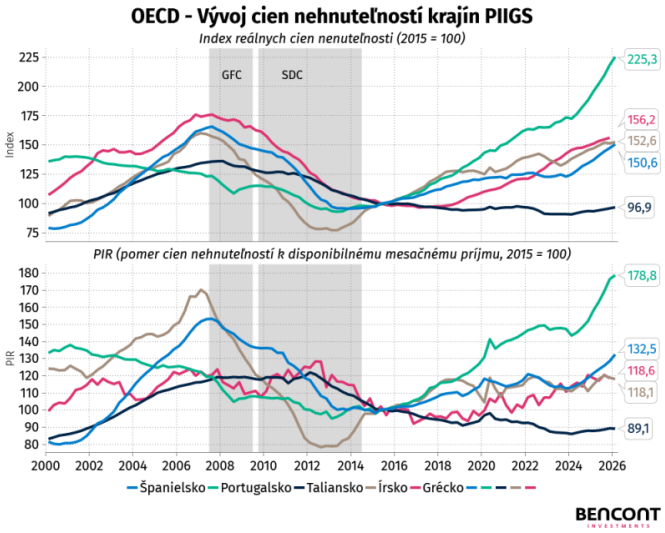
Pri pohľade na celkový objem nových hypoték v eurách je zrejmý obrovský rozmer predkrízového boomu a následný kolaps likvidity. V Španielsku dosahoval mesačný objem nových hypoték pred rokom 2008 vrcholy nad úrovňou 25 mld. eur v dnešných cenách. Po prasknutí bubliny nastal brutálny prepad o viac ako 90 percent, keď po roku 2012 tieto objemy padli pod hranicu 2,5 mld. eur mesačne a bankový sektor v podstate zamrzol. V posledných rokoch dosahuje objem nových hypoték 5-8 mld. eur mesačne, čo je oproti predkrízovej úrovne 3-4-násobne nižšie. V Írsku čisté objemy nových hypoték klesli k úrovni pod 2 mld. eur, kde zostali dodnes, pričom v rokoch 2006-2008 dosahovali hodnotu 5-8 mld. eur mesačne.

V Taliansku sledujeme vyváženejší priebeh úverovej aktivity a najjasnejší dôkaz ako dlhová kríza štátu vysala likviditu bankovému sektoru na poskytovanie nových hypoték. Medzi rokmi 2012 a 2015 sa prepadol objem nových hypoték z dlhodobého pásma 5-10 mld. eur na 2,5-4 mld. eur mesačne. Podobne aj Portugalsko bolo zasiahnuté nepriaznivými úverovými podmienkami v dôsledku nedôvery investorov vo fiškálnu politiku štátu a to v prípade Portugalska nemôžme hovoriť o realitnej horúčke ako v prípade Španielska a Írska.

Výnos portugalských 10 r. dlhopisov vzrástol medzi rokmi 2010-2012 z úrovne približne 5 % na 15 %. Pri modelovom 10 r. dlhopise by sa takýto nárast výnosu prejavil približne 50 % poklesom trhovej hodnoty cenného papiera. Zároveň nové hypotéky dosiahli priemerný úrok 5,5 % v roku 2012, čo je výrazne nižší výnos ako pri dlhopisoch, za ktorými stojí záchranný program eurozóny. Mesačný objem nových hypoték klesol pod 0,5 mld. eur, pričom hypotekárna aktivita bola utlmená až do konca dlhovej krízy. V roku 2012 zaviedlo Portugalsko program „zlaté víza“, aby prilákali zahraničný dopyt po nehnuteľnostiach. Obdobné programy zaviedli aj Španielsko, Grécko a Írsko, pričom od roku 2023 začali tieto krajiny tento program postupne rušiť.

Dlhová kríza zasiahla realitné trhy krajín PIIGS v mimoriadne zraniteľnom momente. Lacné financovanie po prijatí eura podporilo úverovú expanziu a najmä v Írsku a Španielsku aj výrazný realitný boom. Po vypuknutí globálnej finančnej krízy v roku 2008 začali tieto bubliny praskať. ECB síce znížila hlavnú úrokovú sadzbu zo 4,25 % v roku 2008 na 1 % v roku 2009, no po vypuknutí gréckej dlhovej krízy investori prestali krajinám periférie požičiavať za podmienok porovnateľných s jadrom eurozóny.

Prudký rast rizikových prirážok zdražil financovanie štátov aj domácich bánk. Krajiny PIIGS navyše nemohli oslabiť vlastnú menu a časť nerovnováh museli korigovať cez pokles cien, miezd a domáceho dopytu. Fiškálna konsolidácia, rast nezamestnanosti a obmedzenie úverovania tak prišli práve v čase, keď boli ich ekonomiky oslabené finančnou krízou. Bez následnej suverénnej krízy by preto realitná korekcia v Írsku a Španielsku pravdepodobne nastala aj tak, no bola by zrejme kratšia a menej hlboká. Reálne ceny nehnuteľností tam od vrcholu klesli približne o 52 % v prípade Írska, respektíve 42,5 % v prípade Španielska, pričom pokles trval približne šesť rokov. Taliansky a portugalský realitný trh si pod ťarchou dlhovej krízy prechádzali miernejším, ale za to vláčnejším poklesom.



Najvýraznejšie ukazuje dôsledky dlhovej krízy Grécko. Reálne HDP na obyvateľa sa medzi rokmi 2008 a 2013 prepadlo približne o 25 %, reálne príjmy domácností medzi rokmi 2009 a 2012 približne o 30 % a nezamestnanosť vzrástla zo 7,1 % na približne 28 %. Verejný dlh vzrástol zo 111 % HDP v roku 2008 na takmer 148 % v roku 2010. V rámci drakonických úsporných opatrení štát zaviedol majetkovú daň ENFIA vo výške 2,5 až 16 eur/m² a obyvatelia museli počas kapitálových kontrol, ktoré trvali približne 50 mesiacov, spočiatku fungovať s denným limitom na výber z bankomatu vo výške iba 60 eur. Reálne ceny nehnuteľností následne klesali viac než desať rokov a stratili približne 45 % hodnoty, bytová výstavba sa oproti predkrízovej úrovni takmer zastavila a hypotekárny trh prakticky zamrzol.

Po odznení krízy sa realitné trhy postupne zotavili. Po očistení o infláciu prekonal svoje predkrízové maximum iba realitný trh v Portugalsku, ktorý od roku 2015 vzrástol o 125 %. Od roku 2020 však vykazuje známky prehrievania a výrazného zhoršovania dostupnosti bývania pre domácnosti, keďže ceny nehnuteľností sa v roku 2026 vyšplhali nad úroveň 178 mesačných príjmov. Reálne ceny nehnuteľností v Španielsku, Grécku a Írsku vzrástli od roku 2015 o vyše 50 %, svoje predošlé maximá z roku 2007 však ešte nedosiahli. Taliansky realitný trh stratil od roku 2015 približne 3 % reálnej hodnoty, cenovo-príjmová dostupnosť bývania je však spomedzi krajín PIIGS najpriaznivejšia a dosahuje 89 mesačných príjmov. Taliansko sa zároveň vyznačuje konzervatívnejším prístupom k hypotekárnemu financovaniu a čelí starnutiu populácie a dlhodobej ekonomickej stagnácii.

Záver

Slovensko dnes nie je v situácii porovnateľnej s Gréckom počas dlhovej krízy, no smerovanie verejných financií vytvára čoraz väčšie dlhodobé riziko. Hrubý verejný dlh dosiahol v roku 2025 približne 61,4 % HDP a podľa základného scenára RRZ by pri nezmenenej politike mohol

prekročiť 100 % HDP už v roku 2038. Demografický tlak pritom bude výrazne narastať, keďže na jedného dôchodcu pripadalo v roku 2025 približne 3,48 človeka v produktívnom veku, zatiaľ čo do roku 2050 má tento pomer klesnúť na 1,8. Ak bude štát dlhodobo financovať rastúce sociálne výdavky ďalším zadlžovaním a uprednostňovať ochranu príjmov staršej generácie pred investíciami do produktivity, bývania a podmienok pre mladých, Slovensko môže postupne smerovať skôr k taliansko-gréckemu scenáru slabého rastu, drahšieho kapitálu a stagnujúceho realitného trhu. Skúsenosť krajín PIIGS je preto varovaním aj pre Slovensko, že dlhodobé fiškálne nerovnováhy sa môžu naplno prejaviť práve v čase, keď bude ekonomika najzraniteľnejšia. (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.