



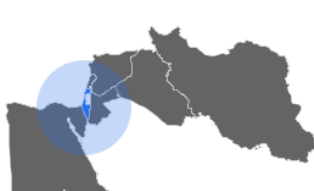
Svoj čas má váľať, svoj čas má stavať ...

... hovorí kniha Kazateľ. Vojna ničí ľudské životy, bohatstvo, budúcu prosperitu či nádeje mladej generácie v susednej krajine už tri roky. Raz sa však skončí. Pravdepodobne si pamätáte ako ste sa 24.2.2022 ráno prebudili a dozvedeli sa, že "náš svet" sa navždy zmenil. Rusko napadlo Ukrajinu a svetový poriadok platný desiatky rokov sa otriasol v základoch. Za jeden z negatívnych scenárov bola považovaná hrozba dlhej opotrebovanej vojny, ktorá pravé prebieha. Z pohľadu demografie aj materiálnych zdrojov je to pre Ukrajinu zlá správa. Skôr alebo neskôr príde na rad obnova. Napriek hroziacej strate územia je potrebné sústrediť sa na oblasti, ktoré môžu z Ukrajiny urobiť druhú Južnú Kóreu alebo Fínsko. Z nášho pohľadu bude tiež dôležité, či sa naše spoločnosti budú vedieť zapojiť do povojnovej obnovy. V Nemecku voľby dopadli podľa očakávaní a o niekoľko týždňov možno očakávať novú vládu pod vedením kancelára Friedricha Merza. Témou volieb bola okrem nelegálnej migrácie aj stagnujúca ekonomika. Budúci kancelár pripúšťa uvoľnenia prísnej fiškálnej politiky, ale iba s cieľom štrukturálnych reforiem podporujúcich investície, ktoré prinesú dlhodobý rast. Nemecko je náš najväčší obchodný partner. Výzvy pred ktorými stojí sú preto aj našimi výzvami. Clá na dovážané autá, ktorými hrozí Donald Trump prirodzene môžu výrazne ovplyvniť našu ekonomiku, ktorá má výraznú expozíciu na výrobu áut. Pozreli sme sa aj na výrazný rast výnosov na našich 10 ročných dlhopisoch, dôvody sú však teraz vcelku prozaické.

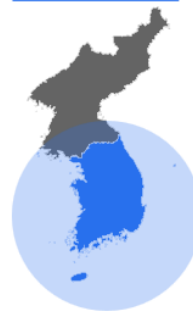
Fínsko + Pobaltie



Izrael



Južná Kórea



Taiwan



Ukrajina (?)



Kvôli vojne bude ukrajinská ekonomika v roku 2026 menšia o 120 miliárd USD

Okrem ľudského utrpenia pochopiteľne trpí aj ukrajinská ekonomika. **Podľa odhadov Kielskeho inštitútu**, na ktorý upozornili kolegovia z ERSTE Group Research (J. Kotian, K. Rzentarzewska, J. Cery a H. Eskuchen) vo svojom novom reporte [Rebuild Ukraine](#), **bude do konca roka 2026 ukrajinská ekonomika menšia o 120 miliárd dolárov (vyjadrené v konštantných USD z roku 2023), ako by bola bez vojny.**

Ide o pokles HDP na úrovni 31 %. Dopady na náš región strednej a východnej Európy sú na úrovni necelých 8 miliárd dolárov, pričom najväčšiu absolútnu stratu zaznamenáva Poľsko (3,3 mld. USD), za ním nasleduje Česko a Rumunsko (1,1 a 1,3 mld. USD). V priemere regiónu predstavuje úroveň poklesu 0,2 % HDP.

Aj v tieni agresora je možné prosperovať

Posledné správy naznačujú, že zastavenie bojov bude podmienené minimálne dočasnou stratou časti územia a ďalšími ústupkami. **V kontexte vývoja vojny na Ukrajine sa preto treba inšpirovať príkladmi krajín, ktoré napriek nepriateľským susedom či okolnostiam dokázali ekonomicky prosperovať.** Napríklad Izrael je obklopený krajinami, s ktorými mal dlhodobé konflikty. Napriek tomu sa stal technologickou

veľmocou, ktorá exceluje v IT sektore, medicínskych technológiách a poľnohospodárstve. Kľúčom sú investície do vzdelania a vedy, podpora start-upov a technologických inštitúcií. **Technologická prevaha armády v štáte, ktorý nemá strategickú hĺbku je smrteľne dôležitá.** Pevné spojencovo s USA samozrejme pomáha. **Juhokórejská ekonomika vyniká silným priemyslom a technologickými gigantmi, ako sú Samsung či Hyundai. Krajina prosperuje, napriek neustálym vojenským hrozbám zo strany Severnej Kórey.** Kľúčom sú diverzifikácia ekonomiky a podpora strategických odvetví, napr. energetiky, poľnohospodárstva a IT. V patentoch na miliónom obyvateľov patrí Južná Kórea k svetovým lídrom. **Taiwan zas prosperuje**



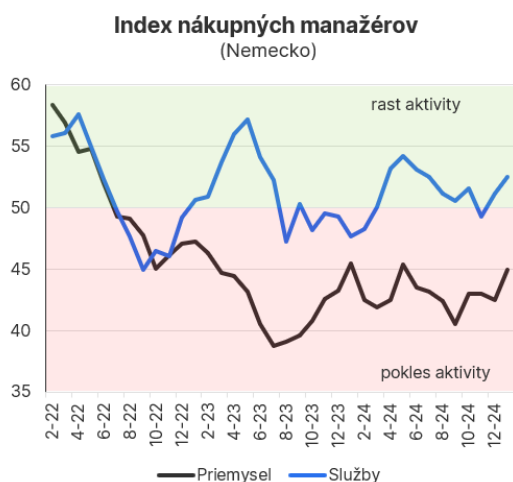
ako svetový líder vo výrobe polovodičov, napriek neustálemu tlaku zo strany Číny. Ostrov využíva svoju geografickú polohu na rozvíjanie priemyslu a medzinárodnej spolupráce. Výroba produktov s vysokou pridanou hodnotou je síce príťažlivá pre pevninskú Čínu, ale zároveň je to dôvod, ako si nájsť spojencov. **Fínsko si po druhej svetovej vojne (a najmä Zimnej vojne) dokázalo dlhodobo udržať politickú neutralitu,** čo mu pomohlo rozvíjať svoju ekonomiku. Významnú úlohu zohrali investície do vzdelania a vedy. Cesta bola opäť vo vybudovaní robustného vzdelávacieho systému, malej ale silnej armády a rýchlej integrácie do EÚ po rozpade ZSSR. **Netreba zabúdať, že Fínsko benefitovalo aj z toho, že v istom momente dokázalo so Sovietskym zväzom normalizovať vzťahy na použiteľnú úroveň.** Estónsko, Lotyšsko a Litva sú príkladmi krajín, ktoré sa po rozpade Sovietskeho zväzu dokázali rýchlo integrovať do EÚ a NATO. **Estónsko je dnes známe ako digitálna veľmoc. Efektívna digitalizácia verejných služieb pomohla do značnej miery vyriešiť problém s korupciou,** čo je jeden z najväčších problémov súčasnej Ukrajiny.

Spoločný trh EÚ-27 je počtom obyvateľov väčší ako trh v USA. Potrebujeme sa viac sústrediť na domáci dopyt

Vojna sa raz skončí a Ukrajinu čakajú povojnová obnova a reštart ekonomiky. Zistého uhla pohľadu je dôležitejšie ako (snáď dočasná) strata územia **možnosť, aby Ukrajina mohla využiť svoje zdroje, strategickú polohu a pokračujúcu podporu demokratického sveta na budovanie silnej a prosperujúcej krajiny.** Pre Slovensko by susedstvo s „druhou Južnou Kóreou“ bola skvelá správa. Poľsko

sa chce na tomto procese aktívne podieľať a robí potrebné kroky. **Tisíce poľských firiem sú pripravené participovať na rekonštrukcii Ukrajiny. V tejto oblasti na Slovensku zaostávame. Slovenské firmy sa tak budú ťažie presadzovať na veľkom ukrajinskom trhu v krátkodobom aj dlhodobom horizonte.** Zhoršenie vzájomných diplomatických vzťahov našim podnikateľom určite nepomôže. **Proces premeny Ukrajiny na plne rozvinutú krajinu bude vysoko pravdepodobne trvať ešte desiatky rokov a výsledok vôbec nie je istý. Šance na úspech sa však výrazne zvýšia, ak EÚ bude silná a jednotná. Sme 440 miliónový trh. Naša spoločná ekonomika je obrovská. Máme svoje nedostatky (zanedbaná obrana, prílišné regulácie či slabšie inovácie), je však historickou úlohou našej doby zužitkovať potenciál, ktorý máme, na ceste k všeobecnej prosperite.** Európa môže prosperovať alebo upadať. Čas na mier alebo zastavenie bojov, zdá sa, ešte nedozrel. Keď však príde, potrebujeme byť pripravení. ■

Nemecko čaká na impulz, ktorý reštartuje ekonomiku



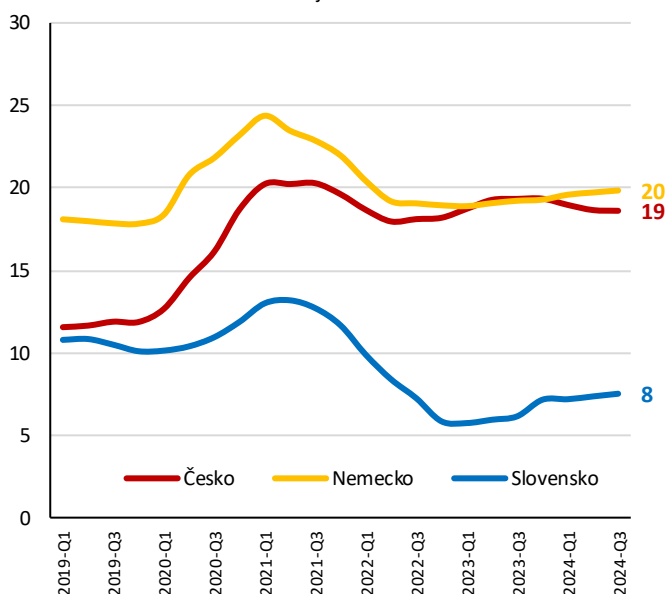
Zdroj: LSEG, S&P – PMI; SLSP

Reštart potrebuje aj nemecká ekonomika, ktorá sa v súčasnosti borí so štrukturálnymi problémami, ktoré oslabujú jej dlhodobú konkurencieschopnosť. **V ostatných dvoch rokoch HDP mierne pokleslo a odhad pre tento rok bol tiež revidovaný smerom nadol. Očakávať tak možno rast iba na úrovni niekoľkých desiatín percenta. Slabý domáci dopyt, rastúci tlak zahraničnej konkurencie a neisté politické prostredie spomaľujú ekonomický rast a brzdia potenciálne oživenie.** Nemecko si vyslúžilo prezývku „chorý muž Európy“. Do Nemecka smeruje pätina nášho exportu, je to náš najväčší obchodný partner. Výsledky volieb, zostavenie novej vlády a



očakávaný reštart ekonomiky sú pre nás preto veľmi významné udalosti. **Ak sa nemecká ekonomika ďalej nerozbehne, pocítíme to aj u nás – v podobe pokračujúceho slabšieho dopytu až po pokračujúcu vyššiu volatilitu priemyselnej výroby.** Nemecko je tiež exportne zameraná krajina, pričom nemeckí exportéri sa spoliehajú najmä na USA a Čínu. Tam však čelia silnej konkurencii v kombinácii slabšieho dopytu (Čína) a hrozbe ciel, aktuálne najmä zo strany USA. Čínske automobilky vytlačujú tradičných európskych výrobcov na domácom čínskom trhu a výrazne im začínajú konkurovať aj v Európe. Drahé energie a prísne regulácie oslabujú aj ďalšie odvetvia, ako oceliarstvo či chemický priemysel. Symbolický moment bol, keď na futbalovom šampionáte EURO 2024 bol hlavným partnerom čínsky BYD, nie nemecký Volkswagen.

Miera úspor domácností
(% z dispo. príjmu domácnosti, plávajúci priemer za 4q)
Zdroj: Eurostat



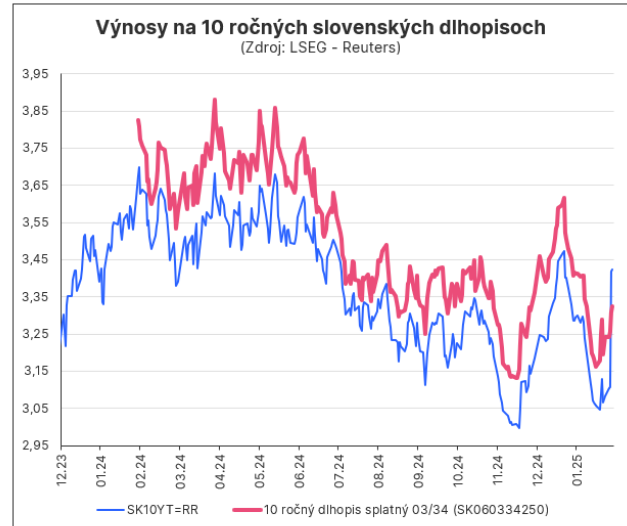
Nemeckí spotrebitelia sú opatrní – miera úspor z disponibilných príjmov domácností dosahuje 20 %. Podobný vývoj vidíme napríklad aj v susednom Česku. **Nemecké domácnosti teda málo míňajú, čo tiež pomáha držať ekonomiku v stagnácii. Ak by však dostali impulz v podobe reforiem, tieto úspory by mohli výrazne pomôcť oživeniu. Ide teda o kumulovaný potenciál, ktorý stačí správne „poštuchnúť“.** Nemecko, podobne ako ostatné krajiny EÚ, tiež čelí negatívnemu demografickému vývoju, ktorý bude väčšmi zaťažovať sociálny a zdravotný systém. Zároveň sa tiež objavuje riziko nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily, čo je paradoxne sprevádzané rastom nezamestnanosti. Časť nezamestnanosti je skrytá v znižovaní úväzkov. Demografická

stratégia Nemecka bola aj v masovej migrácii. Na druhej strane vysoká miera nelegálnej migrácie je jednou z dôležitých tém volieb, ktorú okrem pravicovej AfD akcentujú už aj tradičné strany.

Náznaky zlepšenia vidíme v raste indexov PMI a ZEW. **Na druhej strane, potrebné investície môžu viesť k prehĺbovaniu fiškálnych deficitov - budúci kancelár Friedrich Merz podporuje štrukturálne reformy, ale odmieta zadlžovanie pre sociálne programy. V tomto prístupe si rozhodne môžeme brať príklad.** Krajiny EÚ-27, vrátane Nemecka, stoja pred výzvou posilnenia domáceho dopytu a zníženia exportnej závislosti. Prísne regulácie a vysoké ceny energií tlačia na tradičné priemyselné odvetvia.

V Európe potrebujeme posilniť domáci dopyt a znižovať exportnú závislosť. **Potenciál nielen nemeckého rastu možno nájsť v ťažkom strojárstve a zbrojárskom priemysle. Nemecko stále patrí v ťažko strojárstve či výrobe komplexných výrobných liniek medzi svetovú špičku.** Zaujímavosťou včerajších volieb je, že povojnové rozdelenie Nemecka vidieť na volebných preferenciách aj takmer po 40 rokoch od zjednotenia. Alternatíva pre Nemecko vyhrala vo všetkých regiónoch bývalého Východného Nemecka (NDR). ■

Krátke správy o novinkách z ekonomiky



Zdroj: tradingeconomics.com, LSEG, SLSP

V minulom týždni bolo možné zaznamenať výrazné zvýšenie výnosov na našich 10 ročných dlhopisoch na niektorých platformách. Vysvetlenie tohto pohybu je však vcelku prozaické. Spoločnosť Reuters (LSEG) upravil benchmarkový SK10Y dlhopis - pretože minulý rok vykazoval ako benchmark dlhopis splatný v roku 2033 a nie 2034. Teraz začal zobrazovať dlhopis splatný v roku 2035. Ak by bol v minulom roku benchmarkov 10 ročný dlhopis splatný 03/2034 tak by tento včerašší skok bol iba z +/- 3,26 % na 3,35 % a nie až z úrovne 3,08 %. **Riziková prirážka voči nemeckým 10Y bundom ostáva okolo úrovne 0,85 %, čo je výrazné zlepšenie oproti minulému roku, keď sa zväčša pohybovala okolo úrovne 115 bázických bodov.**

Slovensku vo financovaní naďalej výrazne pomáha členstvo v eurozóne. Naši veritelia majú voči nám relatívne pozitívny sentiment, čo potvrdzuje aj minulotýždňová emisia 15 ročných dlhopisov (výnos do splatnosti 3,85 % p.a.) v objeme 3 mld. EUR, pričom dopyt bol až na úrovni 9 mld. EUR. **Pre udržanie ratingu, resp. zlepšenie situácie je potrebné, aby naozajstná konsolidácia verejných financií pokračovala ďalej. Nestačí iba zvyšovať jej objem kvôli novým výdavkom. Efektívne tiež potrebujeme čerpať prostriedky z eurofondov a plánu obnovy, čo má priamu súvislosť s udržaním vlády práva a demokratických inštitúcií.** Na druhej strane riziková prirážku zvykne zvyšovať politická nestabilita - trhy teda zatiaľ predčasné voľby neočakávajú.

Slovenský automobilový sektor sa postupne dostane pod očakávaný tlak. Audi (skupina Volkswagen) zvažuje expanziu v Severnej Amerike, čo môže predstavovať výzvu aj pre slovenský Volkswagen. Ide o **dôsledok protekcionistickej politiky amerického prezidenta Donalda Trumpa, ktorý hrozí, že začiatkom apríla zavedie nové clá (pravdepodobne 25 %) na auta dovážané do USA.** Spoločnosť Audi zatiaľ spomína model Q5. Ak sa presunie do USA aj viac produkcie väčších SUV, ako sú napríklad Audi Q7 a Q8, môže to oslabiť dopyt po modeloch vyrábaných v Bratislave. Tento scenár je obzvlášť citlivý vzhľadom na to, že približne 25 % produkcie našej automobilky smeruje na trhy v Severnej Amerike. Produkčné kapacity slovenského závodu VW sú podľa výročnej správy za rok 2023 naplnené do roku 2029, následne môže produkcia začať zaostávať za kapacitami. Od roku 2027 však koncern Volkswagen rozšíri svoje kapacity na Slovensku vďaka novému závodu na výrobu karosérii Porsche v Hornej Strede, pričom netreba zabúdať ani na ich vývojové centrum liniek pre automobilové karosérie,

čo vytvára podhubie pre rozvíjanie znalostnej ekonomiky a pracovné príležitosti pre stovky inžinierov.

Okrem toho sú tu samozrejme výzvy zo strany čínskej konkurencie na poli elektrických aut. Po trnavskom Stellantise v tomto roku možno očakávať spustenie výroby elektrických aut aj v žilinskom závode KIA. V rýchle meniacom svete sú to pre závod pri Žiline dobré správy, pretože naznačujú, že si efektívne dokáže zabezpečiť vyťažiteľnosť svojich liniek aj na nasledujúce roky, čo prirodzene podporuje zamestnanosť a investície v danom regióne. Pochopiteľne väčšia expozícia na elektromobilitu bude pod tlak dostávať subdodávateľov, ktorí sa špecializujú najmä na súčiastky v spaľovacích motoroch, keďže však je proces prechodu výroby postupný, mala by byť aj táto výzva zvládnuteľná. Automobilový priemysel patrí medzi kľúčové, resp. je našim najdôležitejším odvetvím. **Vo svete kde sa tradičné automobilky skrz čínskej konkurencie v podobe elektrických aut dostávajú pod čoraz väčší tlak, je rozširovanie kapacít na poli výroby elektromobilov pre Slovensko dobrá správa. Daný krok by mohol výrazne zmierňovať dopady prenikajúcej čínskej konkurencie na európske trhy a posilniť Slovenský a teda aj európsky potenciál v tejto oblasti.** Slovensko je z pohľadu konkurenčného boja jednou z najexponovanejších krajín. **Spolu s rozširovaním kapacít pri výrobe elektromobilov však netreba zabúdať na to, že sa predpokladá, že do roku 2030 bude 50 % hodnoty elektrického auta tvoriť jeho software, preto je dôležité rozvíjať kapacity aj v tejto oblasti.** Pre budúci vývoj a dobrú diverzifikáciu priemyslu je teda podpora znalostnej ekonomiky kľúčová. Ďalším determinujúcim rozmerom je dostatok stabilnej energetickej kapacity v čom nám našej jadrovej elektrárne poskytujú istú výhodu.

Kontakty

Strategické analýzy

Matej Horňák	Analytik	(+421) 902 213 591	hornak.matej1@slsp.sk
Marián Kočiš	Analytik	(+421) 904 677 274	kocis.marian@slsp.sk
Mária Valachyová	Hlavná ekonómka	(+421) 911 891 102	valachyova.maria@slsp.sk

V prípade otázok alebo ak si želáte dostávať naše publikácie, môžete napísať aj na research@slsp.sk Internetová stránka Slovenskej sporiteľne je <http://www.slsp.sk>, kde nájdete aj archív (Finančné a investičné príležitosti, Analýzy a predikcie).

Treasury Sales

Lubomír Hladík	Vedúci oddelenia	(+421 2) 4862 5622	
Kaliský Róbert	Senior Dealer Sales	(+421 2) 4862 5623	kalisky.robort@slsp.sk
Šlesarová Andrea	Senior Dealer Sales	(+421 2) 4862 5627	slesarova.andrea@slsp.sk
Cibák Branislav	Dealer Sales	(+421 2) 4862 5628	cibak.branislav@slsp.sk

Tento materiál slúži ako doplnkový zdroj pre klientov Slovenskej sporiteľne, a.s. Je založený na najlepších informačných zdrojoch dostupných v čase publikovania. Hoci použité informačné zdroje sú všeobecne považované za spoľahlivé, Slovenská sporiteľňa, a.s., neručí za správnosť a úplnosť uvedených informácií. Tento dokument nie je ponukou a ani propagáciou nákupu či predaja určitého aktíva. „Predpovede nie sú spoľahlivým indikátorom budúcej výkonnosti aktíva alebo finančného nástroja“.

Neprešlo odbornou jazykovou korektúrou.

