

Od dolára k zlatu: čo nám trhy hovoria o dôvere v USA

- Finančné trhy začínajú pochybovať, či si dolár udrží kúpnu silu a globálnu dominanciu
- Masívny útek z amerických trhov zatiaľ nevidieť, investori však viac rozkladajú riziko
- Z obáv ťaží zlato, ktoré je vnímané ako poistka v čase neistoty

Spojené štáty čelia pochybnostiam, ako dlho a či si ich mena udrží kúpnu silu a dominantné postavenie. Rast verejného dlhu Spojených štátov, nepredvídateľnosť rozhodnutí súčasného prezidenta Donalda Trumpa, či diskusie o politickom vplyve na nezávislosť FEDu, nastolili otázku o „nedotknuteľnosti“ amerického dolára ako najdôležitejšej rezervnej meny.

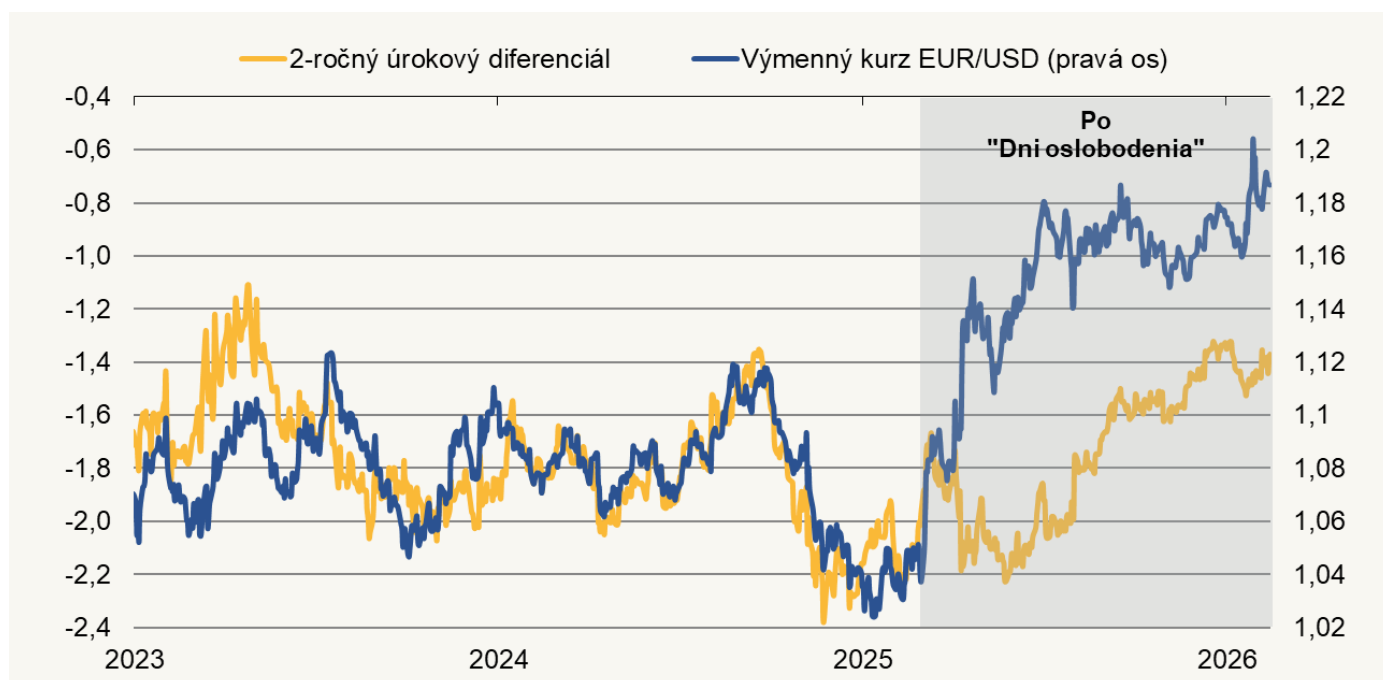
Dolár začal strácať pôdu pod nohami po rozhodnutí Bieleho domu z apríla 2025, ktorým sa uvalili clá na dovoz do USA. V tento tzv. Deň oslobodenia sa americká mena prepadla viac, ako by naznačovali očakávané budúce

úrokové sadzby (graf 1). Od toho momentu sme svedkami diskusie o tzv. debasemente – postupnom oslabovaní dolára. V tom však vidia mnohí príležitosť ako posilniť medzinárodné postavenie eura ako rezervnej meny a zväčšiť vplyv eurozóny vo svete.

Napriek výkyvom nevidíme masívny odchod investorov z USA. Dolár si naďalej udržiava dominantné postavenie v globálnom finančnom systéme a americké aktíva zostávajú kľúčovou súčasťou svetových portfólií. Zmena sa nateraz prejavuje v prístupe investorov. Tí sú opatrnejší pri rozkladaní rizika a postupnej diverzifikácii, no žiaden zlom sa nedeje.

Zaujímavý kontrast prináša vývoj na trhu so zlatom, ktorého cena vystúpila na historické maximum. To zostáva napriek najtvrdšej korekcii za desaťročia, výrazne drahšie než v minulosti. Jeho cena dnes odráža potrebu investorov mať poistku vo svete rastúcej geopolitickej a inštitucionálnej neistoty. Nie je to o panike z novej krízy. Svedčí o tom aj relatívny pokoj na ostatných finančných trhoch a stabilné inflačné očakávania.

Graf 1
Dolár voči euru oslabil výraznejšie, než by predpovedal rozdiel v očakávaniach úrokových sadzieb medzi eurozónou a USA (ľavá os: úrokový diferenciál v %, pravá os: výmenný kurz)



Zdroj: Bloomberg a výpočty NBS

Poznámka: Úrokový diferenciál predstavuje rozdiel medzi výnosmi 2-ročných nemeckých a amerických vládnych dlhopisov. Údaje k 13. 2. 2026.

Debasement – starý pojem v novom kontexte

Historicky sa tak označovalo doslovné znehodnocovanie mincí prostredníctvom znižovania obsahu drahého kovu. Panovníkom to znížilo výdavky, no dôsledkom bol rast cien a strata dôvery v menu. Moderné peniaze nie sú kryté drahými kovmi a tak sa tento pojem dnes používa obrazne v súvislosti s obavami, či si mena dlhodobo udrží kúpnu silu. Tá závisí od reputácie ekonomického a politického systému, ktorý za ňou stojí. V momente, keď začnú investori pochybovať, začnú presúvať investície - do zlata a ďalších drahých kovov, ale aj do nehnuteľností, či iných komodít.

Debata o debasemente sa presúva k Spojeným štátom

Rýchly rast vládneho dlhu, opakované politické spory a diskusie o smerovaní menovej politiky vytvárajú obraz zvýšenej neistoty o vývoj v krajine. Nejde len o samotnú výšku dlhu, ale o predvídateľnosť a udržateľnosť politických rozhodnutí. To sa napokon premieta do ochoty akceptovať menu v medzinárodnom styku. Viaceré krajiny hľadajú cesty, ako znížiť svoju závislosť od dolára v obave, že sa raz ocitnú na zlej strane amerických sankcií alebo obchodných vojen.

Investori USA neopúšťajú, ale postupne diverzifikujú

Dostupné údaje zatiaľ neukazujú masívny odliv kapitálu z USA (**graf 2**). Dolár si súčasne udržiava postavenie hlavnej rezervnej meny, hoci jeho podiel na globálnych rezervách postupne klesá. Nenahrádza ho však žiadna dominantná alternatíva. Uvoľnený priestor zaplňa skôr zlato a širší košík menších mien. Euro je síce druhou najvýznamnejšou rezervnou menou, no za dolárom výrazne zaostáva, najmä preto, že eurozóna nemá spoločný rozpočet ani porovnateľne veľký a jednotný trh s bezpečnými aktívami, akým sú americké štátne dlhopisy. Rozdielne rozpočtové politiky krajín, nedokončená finančná integrácia a menšia geopolitická váha EÚ obmedzujú jeho globálnu úlohu. To, čo dnes sledujeme, preto nie je útek z USA, ale opatrnejšie rozkladanie rizika. USA v portfóliách ostávajú, no ich výnimočné postavenie ako jediného bezkonkurenčného piliera sa oslabuje.

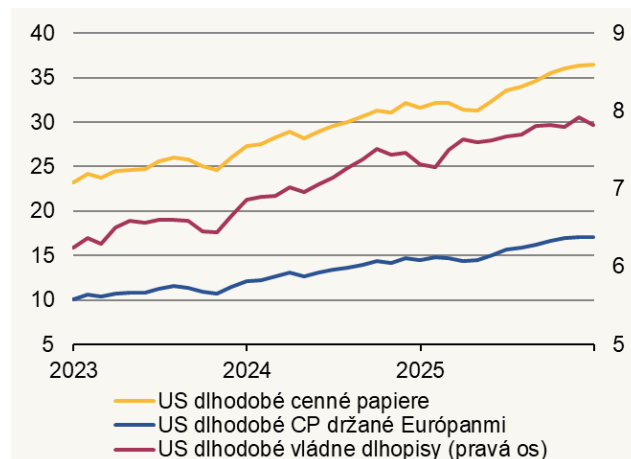
Pokles dôvery v USA sa však premieta do slabého dolára

Vyššie úrokové sadzby zvyčajne do krajiny priťahujú kapitál a podporujú jej menu, a preto aj rozdiel úrokových sadzieb medzi USA a eurozónou patrí dlhodobo medzi hlavné faktory ovplyvňujúce kurz eura voči doláru. V poslednom období však tento vzťah poľavil. Americké krátkodobé sadzby sú stále vyššie než európske, no dolár voči euru oslabil (**graf 1**). Vzájomný kurz oboch mien pritom ovplyvňuje ceny dovozov a

v konečnom dôsledku infláciu aj bez zásahu menovej politiky. Navyše je jedným z faktorov, ktorý vplýva na konkurencieschopnosť exportérov. V období už aj tak slabšieho rastu môže byť tento faktor zásadný.

Graf 2

Cenné papiere USA držané „ne-americkými“ investormi (v bil. USD)



Zdroj: Bloomberg a US Treasury

Poznámky: Graf zobrazuje TIC údaje, kde dlhodobé cenné papiere predstavujú dlhopisy USA (vládne, agentúrne, firemné) a akcie. Údaje k 31. 12. 2025.

Dolár je dnes „v zľave“ pre väčšiu mieru neistoty

Trhy do jeho kurzu začínajú započítavať ešte donedávna okrajové riziká. Nejde pritom o strach z okamžitej inflácie, ale o obavy z budúceho smerovania – od fiškálnej udržateľnosti až po inštitucionálnu stabilitu. Ak investori veria, že americké inštitúcie ostanú funkčné a menová politika nezávislá, prirážka zostane obmedzená. Ak by sa dôvera narušila, kurzové pohyby by mohli byť výraznejšie. Pre eurozónu ako otvorenú ekonomiku by to prinieslo väčšie výkyvy cien dovozov a kapitálu, čo by mohlo sťažovať nastavenie menovej politiky ECB.

Širšie finančné trhy zostávajú pokojné

Globálne akciové indexy sa pohybujú blízko historických maxim, kreditné prirážky sú relatívne úzke a volatilita utlmená. To všetko naznačuje, že trhy zatiaľ nepočítajú s bezprostrednou krízou. Ak by investori očakávali nekontrolovaný rast inflácie alebo prudké znehodnotenie meny, prejavilo by sa to výraznejším rastom inflačných očakávaní a oslabením dopytu po dlhopisoch. To zatiaľ nevidíme. Trhy pritom reagujú citlivejšie na konkrétne obchodné opatrenia – napríklad clá – než na samotné geopolitické konflikty. Clá sa totiž premietajú priamo do cien a ziskov firiem, kým geopolitické napätie pôsobí skôr nepriamo a s väčšou neistotou. Riziká teda existujú, no zatiaľ sú vnímané ako zvládnuteľné. Vývoj na trhu so zlatom je však v kontraste s relatívnym pokojom na akciových trhoch.

BOX: PRUDKÝ VZOSTUP A PÁD ZLATA – ČO HOVORÍ (A ČO NIE)

Začiatkom roka dosiahla cena zlata nové historické maximum (graf 3, vľavo). Po výrazných ziskoch z predchádzajúcich rokov sa tempo rastu ceny zlata v uplynulých mesiacoch ešte zrýchlilo. Eufória však netrvala dlho. V priebehu niekoľkých dní zaznamenali drahé kovy jeden z najprudších krátkodobých prepadov za posledné desaťročia. Napriek tomu sa ich ceny stále pohybujú výrazne nad úrovňami z minulých rokov a posledných 20 rokov rastom prekonávajú aj akciové indexy. Podobné obdobia silného rastu boli v minulosti často sprevádzané hyperinfláciou či devalváciami mien. Tentoraz je však situácia odlišná.

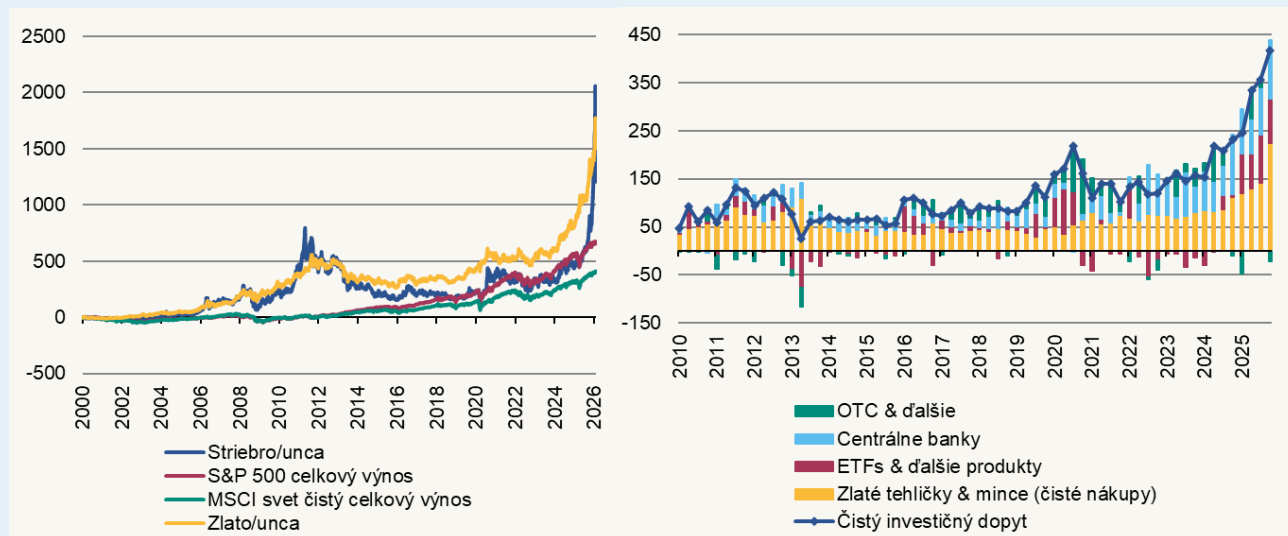
Rast cien zlata poháňala kombinácia neistoty, politických rizík a investičných špekulácií. Eskalácia konfliktov, či nepredvídateľné politické kroky zvýšili dopyt po aktívach, ktoré nie sú viazané na konkrétny štát a v takomto prostredí zlato tradične funguje ako bezpečný prístav. Silným motívom bol aj naratív debasementu, ktorý posilňovali pochybnosti o nezávislosti americkej centrálnej banky. K rastu ceny zlata prispeli aj silné nákupy zo zahraničia, najmä z Číny a iných krajín Ázie. V kombinácii s efektom FOMO – strachu z premeškanej príležitosti – sa z investícií do zlata stal globálny fenomén.

Po prudkom náraste nasledovala ostrá, technicky poháňaná korekcia. Spúšťač prišiel z USA s nomináciou Kevina Warsha na čelo Fedu, ktorá bola vnímaná ako signál prísnejšej menovej politiky. Dolár rýchlo posilnil a drahé kovy, ktoré sú oceňované v americkej mene, sa dostali pod tlak. Rozhodujúcu úlohu však zohrala štruktúra trhu. Po mesiacoch takmer nepretržitého rastu sa nahromadilo veľa krátkodobých špekulatívnych pozícií, často financovaných pákou. Keď ceny začali klesať, spustila sa vlna výberu ziskov a nútených predajov, ktorá pokles ešte prehĺbila.

Dlhodobé inflačné očakávania zostávajú ukotvené a ostatné finančné trhy reagovali na výkyvy zlata len minimálne. Rast ceny zlata nebol prejavom paniky z recesie ani z nekontrolovanej inflácie. Trhy ho oceňujú skôr ako poistku proti systémovým a režimovým rizikám. Významnú časť dopytu po zlate dnes tvoria centrálné banky, či správcovia fondov (graf 3, vpravo), ktorým nejde o krátkodobú špekuláciu, ale o strategickú diverzifikáciu rezerv. Pre centrálnu banku predstavuje aktívum, ktoré si zachováva hodnotu aj v prípade extrémnych scenárov – od finančných kríz po geopolitické konflikty či sankcie. Zlato tak zostáva hlavným uchovávatelom hodnoty mimo tradičného finančného systému, hoci jeho cena stojí najmä na dôvere, že v čase neistoty posluží ako „posledná poistka“.

Graf 3

Výnosy vybraných aktív od roku 2000 (v %, vľavo)
Čistý investičný dopyt po zlate (ľavá os: v mld. USD, vpravo)



Zdroj, ľavý graf: Bloomberg, výpočty NBS. Údaje k 13. 2. 2026.

Zdroj, pravý graf: World Gold Council, výpočty NBS. Údaje k 31. 12. 2025.

Poznámky: Pravý graf ukazuje čistý investičný dopyt (ETFs – Exchange Traded Funds, centrálné banky, nákupy mincí a zlatých tehličiek a OTC – Over-the-counter nákupy), anualizovane (z kvartálnych báz) s použitím cien zlata v danom kvartáli. OTC predstavujú nákupy zlata mimo burzy.