BENCONT GROUP

ROČNÍK 2026 | ČÍSLO 2

BENCONT WEEKLY REPORT

Venezuelský úpadok

V TOMTO ČÍSLE:

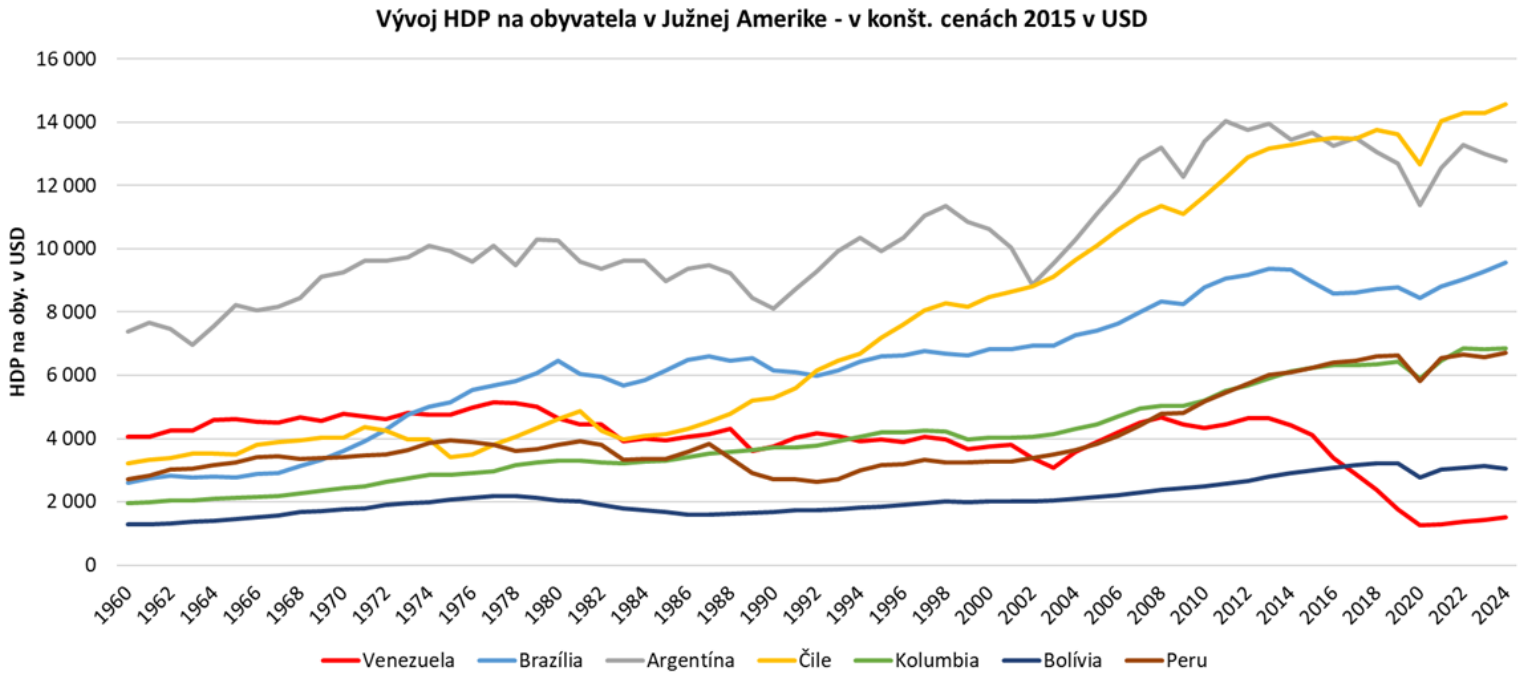
Donald Trump zaútočil na Venezuelu a očakáva sa zmena režimu s cieľom zlepšiť životné podmienky obyvateľstva. Aké boli hlavné príčiny poklesu životnej úrovne vo Venezuele a prečo má práve ropa taký výrazný vplyv na jej ekonomiku? Inflácia eurozóne sa ku konca roka 2025 drží stabilne na cielenej úrovni ECB. Ako je na tom hospodárska aktivita v najväčších ekonomikách eurozóny? Rozbor dopytu a ponuky na trhu so striebrom. Čo stojí za nárastom ceny striebra?

Venezuelský úpadok

__Hugo Chavéz__ zaviedol tzv. „__socializmus 21. storočia__“, ktorý sa viedol v duchu __znárodňovania__ strategických podnikov a __prerozdeľovania bohatstva__ medzi obyvateľstvom.

Venezuela patrila začiatkom 70. rokov medzi najbohatšie krajiny regiónu a zároveň medzi dvadsať najbohatších krajín sveta, pričom bola pred štátmi ako Grécko, Izrael či Španielsko. Najvýznamnejším sektorom, ktorý podporoval hospodársky rast krajiny, bol ropný priemysel, ktorý v roku 1979 tvoril až 35,9 % HDP. V období rokov 1978 až 2001 však venezuelská ekonomika zaznamenala výrazný úpadok: neropný HDP klesol takmer o 19 % a ropný HDP až o 65 %. Tento vývoj bol spôsobený predovšetkým poklesom cien ropy na svetových trhoch v 80. a 90. rokoch, ktorý nasledoval po ropných šokoch zo 70. rokov.

V 90. rokoch sa do popredia venezuelskej politiky dostal armádny dôstojník Hugo Chávez, ktorý sa po neúspešnom prevrate v roku 1992 dostal do väzenia. Následne mu bola udelená milosť vtedajšou vládou a o niekoľko rokov neskôr získal výraznú podporu obyvateľstva. V roku 1998 bol zvolený za prezidenta Venezuely. Chávez sa usiloval pretvoriť krajinu podľa vlastnej vízie, pričom sa riadil programom nazvaným „socializmus 21. storočia“. Tento program zahŕňal znárodňovanie strategických podnikov, najmä v oblasti ropného priemyslu, energetiky a telekomunikácií. V prípade protestov, ako napríklad v štátnom ropnom podniku Petróleos de Venezuela (PDVSA), prepustil až 18-tisíc odborníkov a nahradil ich politicky lojálnym manažmentom. Hoci niektoré znárodnenia boli výsledkom dohody medzi štátom a podnikmi, vo väčšine prípadov boli podniky vystavené politickému tlaku, ktorý ich viedol k znárodneniu, často za nižšiu cenu. V špecifických prípadoch došlo k prevzatiu podnikov aj za asistencie armády. Chávez sa výrazne zameral na prerozdeľovanie príjmov medzi obyvateľstvo, čo síce v krátkodobom horizonte prispelo k zníženiu chudoby, no zároveň výrazne zaťažilo štátny rozpočet. Jeho vláda profitovala najmä v obdobiach vysokých cien ropy, keď príjmy z ropného sektora financovali väčšinu verejných výdavkov. Dotácie pre obyvateľstvo, najmä na elektrinu a potraviny, v niektorých rokoch dosahovali až 8-10 % HDP. Po poklese cien ropy na svetových trhoch sa však stali zodpovednými za približne polovicu fiškálneho deficitu, ktorý presahoval 10 % HDP ročne, čo viedlo k prudkému nárastu pomeru verejného dlhu k HDP. Na výrazný rast zadlženia krajiny reagovala Centrálna banka Venezuely zvyšovaním peňažnej zásoby, ktorá v tomto období rástla tempom 20 – 30 % mesačne, pričom úrokové sadzby zostávali relatívne stabilné s cieľom znížiť reálnu hodnotu dlhu.

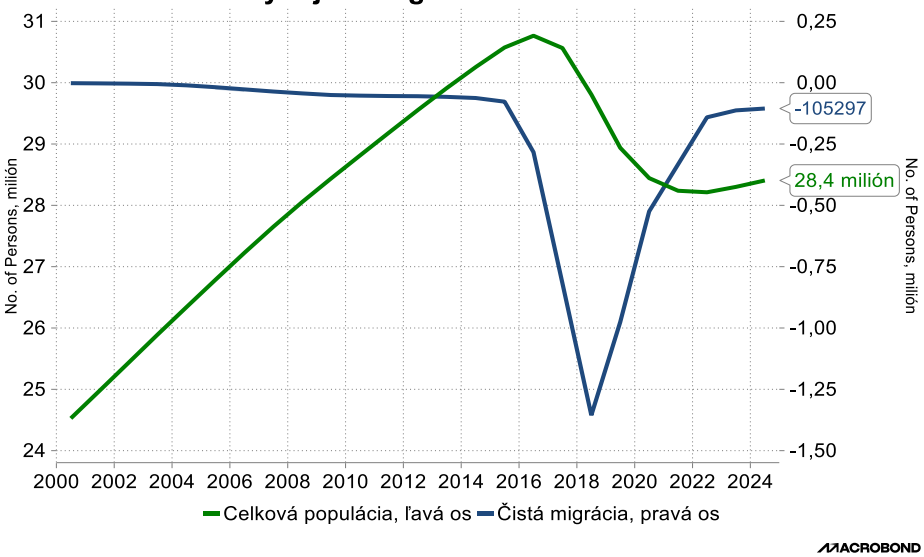


Zaujímavosťou *je, že presná miera inflácie je ťažko merateľná.* ***Bloomberg*** *preto sleduje* ***infláciu na základe vývoja ceny kávy*** *v* ***Caracase*** *prostredníctvom indexu* ***„Café con Leche Index“****. V tomto roku sa inflácia za posledných 12 mesiacov odhaduje až na úrovni* ***587 %.***

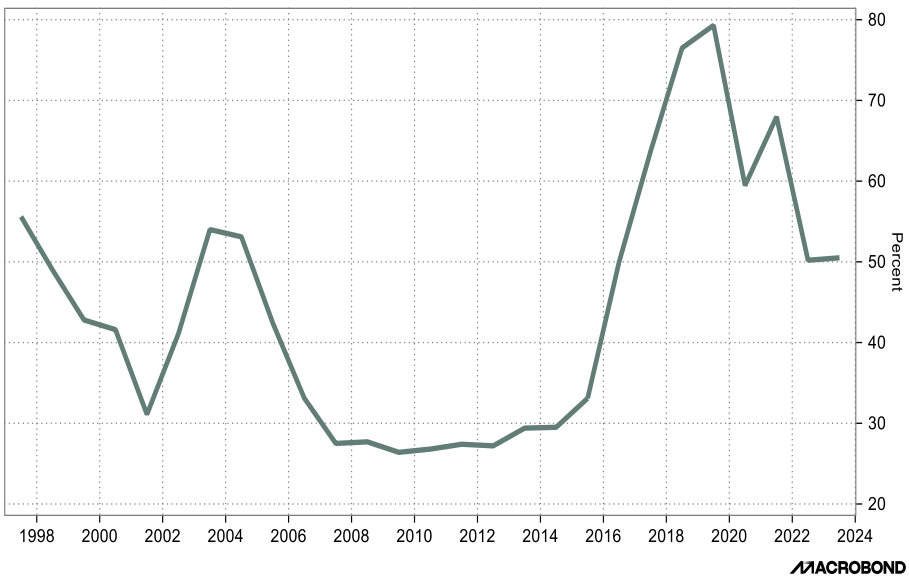
Negatívne dôsledky tejto monetárnej politiky sa začali prejavovať začiatkom roka 2013, keď inflácia prekročila 56 % ročne a následne sa začala rýchlo kumulovať.

Od roku 2013 sa do mocenskej pozície dostáva Nicolás Maduro, bývalý vodič autobusu a neskôr minister zahraničných vecí, ktorý sa ujal prezidentského úradu po smrti Huga Chávez. Prezidentom sa stal po voľbách, v ktorých zvíťazil nad svojím hlavným oponentom rozdielom necelých 1,5 % hlasov. Maduro nadviazal na politický a ideologický program nastavený Chávezom a pokračoval v presadzovaní socialistických ideí, ktoré už boli v krajine etablované. Jeho vláda pokračovala v neúmernom zvyšovaní verejných výdavkov bez ohľadu na príjmové možnosti štátu, čo ďalej zvyšovalo tlak na zadlženie krajiny a vytváralo priestor pre rast inflácie. Tá v roku 2018 dosiahla extrémnu úroveň približne 130-tisíc percent ročne, čo prinútilo vládu pristúpiť k menovej reforme. V jej rámci bol zavedený bolívar soberano, ktorý odstránil päť núl z pôvodnej meny, pričom súčasne existovali snahy naviazať menu na kryptomenu Petro. Hoci menová reforma dočasne spomalila tempo rastu inflácie, Maduro naďalej presadzoval rast verejných výdavkov, čo viedlo k opätovnému nárastu inflačných tlakov. V roku 2021 tak krajina absolvovala už druhú menovú reformu za posledných desať rokov, keď bola zavedená nová mena bolívar digital a z peňažnej jednotky bolo odstránených ďalších šesť núl. Tieto opatrenia mali výrazne negatívny dopad na príjmy a majetok obyvateľstva, čo sa prejavilo výrazným nárastom chudoby až na 50 %. Krajina v dôsledku kombinácie vysokej inflácie, korupcie, menových reforiem a ďalších ekonomických schém kumulatívne stratila približne 300 miliárd USD. Podľa odhadov IMF (Medzinárodného menového fondu) sa HDP Venezuely v roku 2025 pohybuje na úrovni približne 82,8 miliardy USD. Dôsledkom týchto politík je, že Venezuela, ktorá bola kedysi druhou najbohatšou krajinou Južnej Ameriky, sa stala jednou z najchudobnejších krajín regiónu. Podľa ukazovateľa HDP na obyvateľa (v stálych cenách z roku 2015 v USD) zaznamenala Venezuela medzi rokmi 2012 a 2024 pokles o približne 67 %, pričom HDP na obyvateľa sa v tomto období znižovalo v priemere takmer o 9 % ročne. V dôsledku zhoršovania podmienok v krajine od roku 2016 klesol počet obyvateľov z 30,7 mil. na súčasných 28,4 mil., pričom hlavným faktorom tohto poklesu je emigrácia obyvateľstva. Za posledných desať rokov opustilo Venezuelu kumulatívne približne 8 mil. obyvateľov, pričom primárne smerovali do Kolumbie, Peru a Čile.

Vývoj demografie vo Venezuele



Venezuela - podiel ľudí pod hranicou chudoby



Trh s ropou v kontexte Venezuely

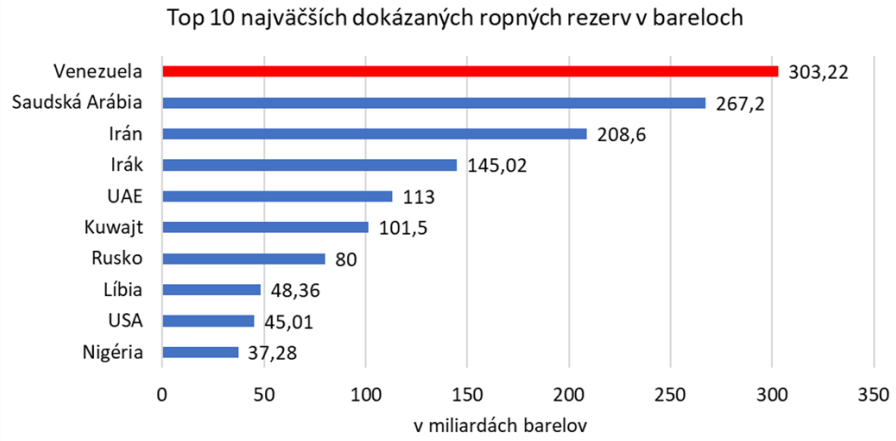
Ropný sektor predstavuje pre Venezuelu najdôležitejší segment hospodárstva, pričom príjmy z ropy sa pohybovali na úrovni 10 – 20 % HDP v závislosti od vývoja cien ropy na sveto-

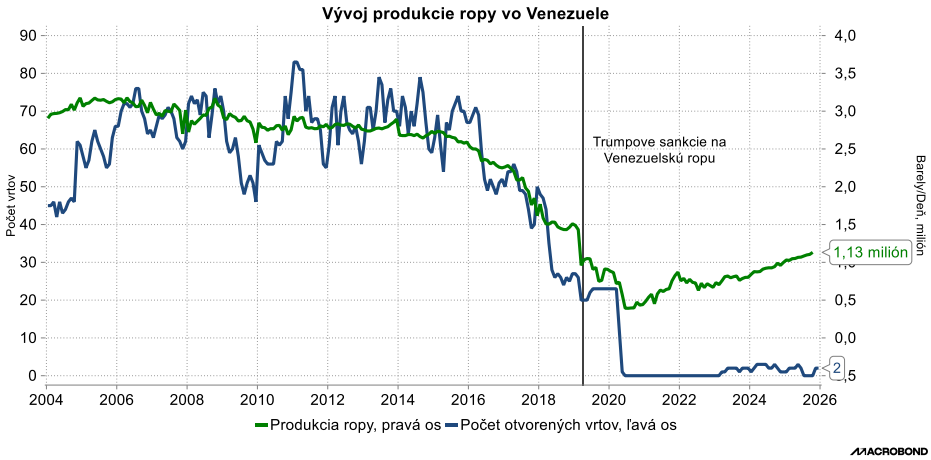
*V **súčasnosti** krajina produkuje približne **1 mil. barelov** ropy denne, zatiaľ čo v roku **1974** dosahovala produkcia až **4 mil. barelov** denne.*

vých trhoch. Export krajiny je tvorený prevažne ropnými produktmi, ktoré predstavujú približne 60 % celkového vývozu. Najvýznamnejšími obchodnými partnermi Venezuely sú USA (predovšetkým v oblasti exportu) a Čína (najmä v oblasti importu). V súčasnosti krajina produkuje približne 1 mil. barelov ropy denne, zatiaľ čo v roku 1974 dosahovala produkcia až 4 mil. barelov denne. Zároveň došlo k dramatickému poklesu počtu novootvorených vrtov – v roku 2021-2022 nebol otvorený ani jeden nový vrt a v súčasnosti sa ich počet pohybuje na nízkych jednociferných hodnotách, zatiaľ čo pred rokom 2020 sa počet novootvorených vrtov dlhodobo pohyboval minimálne nad úrovňou 20 ročne. Okrem toho sa zariadenia vo venezuelských ropných prístavoch nachádzajú vo veľmi zlom technickom stave, v dôsledku čoho úplné naloženie supertankerov určených na prepravu ropy do Číny trvá približne päť dní, zatiaľ čo pred siedmimi rokmi to trvalo len jeden deň. Dlhodobá korupcia, nedostatočné investície, časté nehody a krádeže spôsobili, že národná infraštruktúra v ropnom priemysle zaostáva za ostatnými krajinami a v súčasnosti je nedostatočná aj pre udržanie produkcie na úrovni približne 1 milióna barelov denne. Reforma Venezuelského ropného sektora by tak trvala nielen niekoľko rokov, ale náklady na jej reštrukturalizáciu by sa mohli vyšplhať až 100 mld. USD.

Venezuela je známa tým, že vlastní najväčšie dokázané svetové rezervy ropy v celkovom objeme 303,22 mld. barelov, čo predstavuje takmer pätinu svetových potvrdených rezerv. V povodí rieky Orinoco, ktoré tvorí obrovskú časť venezuelského vnútrozemia, sa nachádzajú ložiská, o ktorých sa odhaduje, že obsahujú takmer pol bilióna barelov získateľnej ropy. Väčšina vrtných súprav v tejto oblasti je však buď opustená, alebo zostáva bez dostatočnej kontroly. Mnohé vrtné plochy boli vyrabované a ich zariadenia rozpredané na čiernom trhu. O najväčšie venezuelské ropné rezervy prejavujú záujem viaceré svetové mocnosti, pričom Čína za posledných desať rokov poskytla Venezuele úvery v celkovej hodnote približne 50 mld. USD s cieľom posilniť svoj vplyv v tomto regióne. Dôsledkom je aj skutočnosť, že medzi zahraničné spoločnosti s najväčším nárokom na venezuelskú ropu patria čínska spoločnosť Sinopec Group (2,8 mld. barelov) a ruská spoločnosť Roszarubezhneft (2,3 mld. barelov). V kontexte vplyvu Ruska a Číny vo Venezuele sa domnievame, že práve tieto spoločnosti majú najväčší nárok na venezuelskú ropu. Spoločnosť Petróleos však naďalej vlastní viac ako 200 mld. barelov ropy.

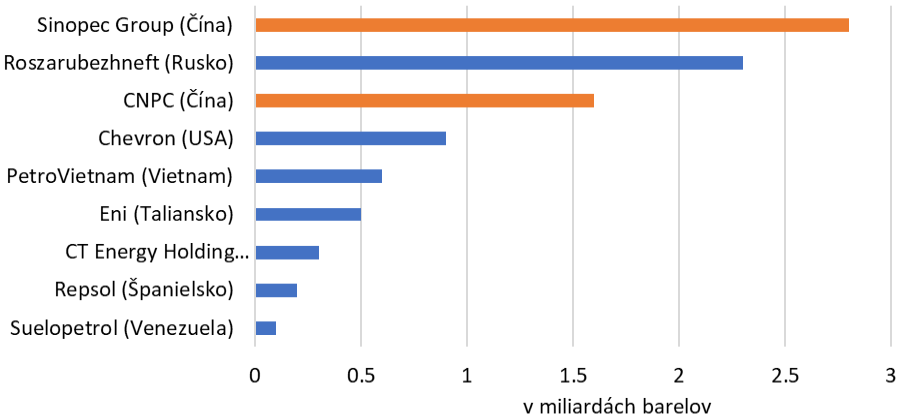
Administratíva prezidenta Donalda Trumpa v roku 2019 zasiahla do vývoja venezuelskej ekonomiky z dôvodu spochybňovanej legitimity Nicolása Madura ako opätovne zvoleného prezidenta Venezuely, a to predovšetkým prostredníctvom sankcií. Najskôr došlo k zmrazeniu venezuelských rezerv na medzinárodných trhoch (v celkovej hodnote približne 5 mld. USD), k odstrihnutiu krajiny od ropného trhu USA a do sankčného balíka bola zahrnutá aj štátna ropná spoločnosť Petróleos (PDVSA). Sekundárnym dôsledkom sankcií bolo, že spoločnosť Petróleos bola nútená predávať ropu





na čiernom trhu, pričom táto ropa sa obchodovala s výrazným diskontom oproti trhovej cene. Tento stav bol spôsobený najmä sankciami a zvýšeným rizikom postihu pre odberateľov venezuelskej ropy. Sankcie sa výrazne prejavili aj na objeme produkcie ropy, ktorá sa medzi rokmi 2019 a 2020 prepadla z približne 1 mil. barelov denne na približne 500 tis. barelov denne.

Spoločnosti, ktoré majú nárok na Venezuelskú ropu okrem PDVSA



Venezuelská ropná infraštruktúra zostala pri americkom útoku nedotknutá:

Zdroj: Bloomberg, PDVSA, Stratfor, U.S. Energy Information Administration

Podobný vývoj zaznamenala aj priemerná cena venezuelskej ropy Merey, ktorá sa v rovnakom období znížila z približne 55 USD za barel na necelých 10 USD za barel. To, čo zostalo z venezuelskej ropnej produkcie, je vo veľkej miere závislé od spoločnosti Chevron, ktorá je jedinou veľkou americkou ropnou firmou, ktorá v krajine stále pôsobí. Táto spoločnosť so sídlom v Houstone sa podieľa približne 25 % na celkovej produkcii krajiny a funguje na základe osobitnej licencie, ktorá jej umožňuje zostať vo Venezuele napriek americkým sankciám.

Zaujímavosťou je, že Venezuela nikdy nezriadila dlhodobý fond zo ziskov ropného priemyslu, podobne ako je to v Nórsku alebo Rusku. V dôsledku toho sú príjmy krajiny výrazne náchylné na vývoj cien ropy, čo vedie k výrazným výkyvom v štátnom rozpočte. Vzhľadom na slabú diverzifikáciu ekonomiky a nesprávne nastavenú fiškálnu aj menovú politiku v posledných rokoch IMF očakáva, že v roku 2025 sa pomer verejného dlhu k HDP bude opäť pohybovať na úrovni 180 – 200 % HDP.

Záver

Geopolitický vývoj vo Venezuele výrazne zamiešal kartami. Donald Trump 3. januára zaútočil s jednotkami na Venezuelu, pričom primárnym cieľom bolo zatknutie prezidenta Madura, čo sa napokon aj potvrdilo. V súčasnosti prebieha súdny proces s Madurom, ktorý je obvinený z viacerých trestných činov, predovšetkým z oblasti drogových deliktov. Existuje podozrenie, že profitoval z pašovania drog z Venezuely do USA a podieľal sa na ňom prostredníctvom drogovej skupiny „Cartel de los Soles“. Ak sa však pozrieme na geopolitickú rovinu, USA majú v súčasnosti prístup k najväčším potvrdeným zásobám ropy na svete. Trump po viacerých tlačových konferenciách avizoval, že chce, aby sa Venezuela

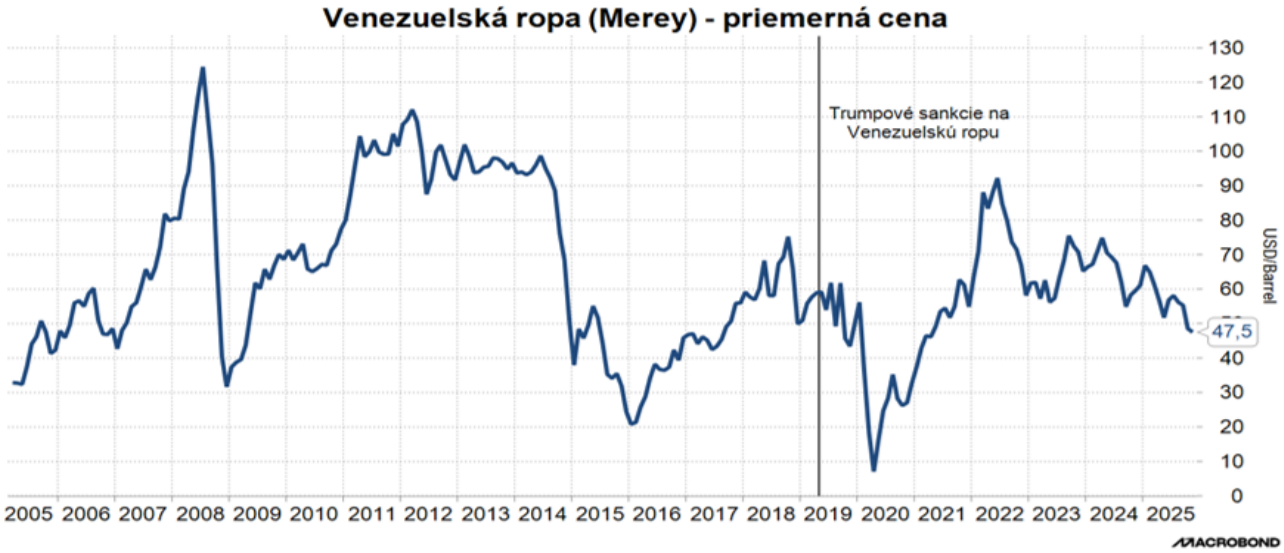
vrátila k produkcii ropy na úrovne porovnateľné so 70. rokmi. Zároveň však plánuje prinútiť súčasnú venezuelskú vládu, aby zvýhodnila predovšetkým americké ropné spoločnosti pred ostatnými zahraničnými firmami, čím by USA výrazne profitovali. Pre Venezuelu v súčasnosti figurujú 2 scenáre:

Pozitívny scenár počíta s tým, že dôjde k prvým slobodným voľbám, čo by napomohlo zostaveniu prvej demokraticky zvolenej vlády, ktorá by sa zamerala na reštrukturalizáciu krajiny. Na tento vývoj by pozitívne reagovali aj zahraniční veritelia a investori, ktorí by opätovne priniesli investičný kapitál do krajiny. Do ropnej infraštruktúry by sa začalo masívne investovať, čo by výrazne zvýšilo produkciu ropy. Takýto vývoj by mohol vyvolať tlak na svetové ceny ropy, ktoré by sa mohli znížiť až o 4 % v období, počas ktorého by Venezuela v priebehu niekoľkých rokov zvýšila svoju produkciu zo súčasného 1 mil. barelov denne na 2,5 mil. barelov denne. Ak by sa dlhodobo udržal stabilný a pozitívny scenár, súčasné HDP na úrovni 82,5 mld. USD by sa mohlo opäť zvýšiť až na približne 400 mld. USD.

V negatívnom scenári figuruje túžba po moci zo strany nižších politických aktérov, čo by viedlo k vnútorným konfliktom a prehĺbeniu ekonomickej krízy. Došlo by k opätovnému nárastu inflácie, zvyšovaniu dlhu krajiny a k pozastaveniu všetkých investícií do ropného sektora. Následkom by bola zvýšená migrácia obyvateľstva a zhoršenie bezpečnostnej situácie pre obyvateľov krajiny. USA by v takomto prípade mohli stratiť reputáciu v dôsledku neadekvátneho výsledku zásahu. USA už v minulosti zažili neúspešné pokusy o zmenu režimu, či už v Iraku, Líbyi alebo Afganistane, ktoré ukázali, že zmena politického režimu je v krátkom časovom horizonte mimoriadne náročná.

Popularita** prezidenta **Madura** postupne **klesala**; v roku **2013** ho **akceptovalo 50 %** populácie, zatiaľ čo v roku **2019** už len **14 %.

V súčasnosti Donald Trump napomohol dosadiť bývalú viceprezidentku Delcy Rodríguez do funkcie prezidentky Venezuely. Rodríguez je známa tým, že predtým pôsobila vo vysokých vládnych funkciách pod vedením Hugo Cháveza aj Nicolása Madura a čelila obvineniam zo zneužívania moci, porušovania ľudských práv a masívnej korupcie, za ktoré však nikdy nebola súdne potrestaná. Trump pokračuje v rétorike, že ak Rodríguez splní podmienky, ktoré si USA stanoví, nemusí USA naďalej zasahovať do vnútorných záležitostí krajiny. Zároveň zatiaľ úplne vylúčil poskytnutie podpory opozičnej političke Maríi Corine Machado, ktorá je nositeľkou Nobelovej ceny za mier z roku 2025. Nezdá sa, že by sa v krátkom čase zlepšili podmienky smerujúce k slobodnejším voľbám alebo k väčšej transparentnosti vlády voči obyvateľstvu. Zatiaľ to však vyzerá, že Venezuela je ešte veľmi ďaleko od fungujúcej demokratickej krajiny. (mmm)



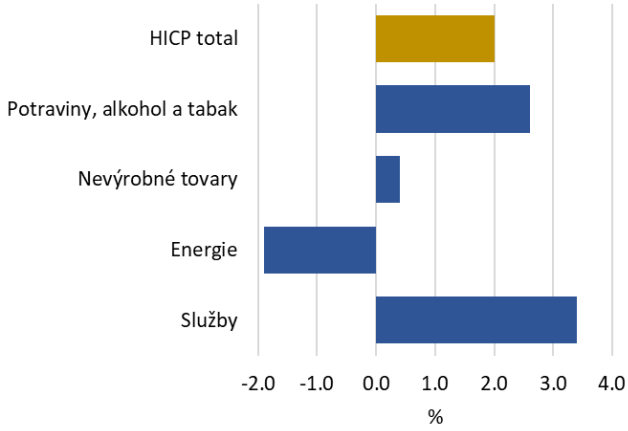
Inflácia v eurozóne a ekonomická aktivita

*Medziročná miera inflácie HICP v eurozóne klesla v decembri 2025 na úroveň **2 %**.*

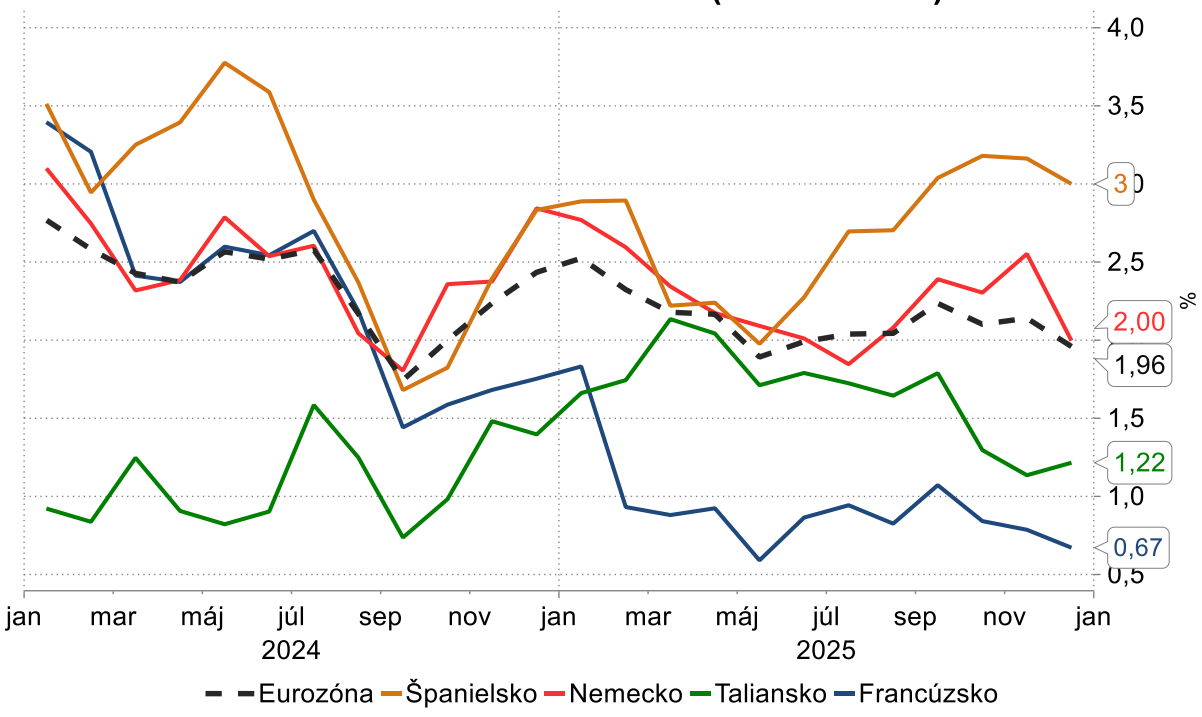
Ročná miera inflácie v eurozóne podľa decembrového odhadu Eurostatu klesla na 2,0 % z novembrovej úrovne 2,1 %. Analýza zložiek harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) ukazuje, že najvýraznejší podiel na raste cien majú naďalej služby s váhou približne 46 %, ktorých medziročné tempo mierne spomalilo na 3,4 % z novembrových 3,5 %. Kategória potravín, alkoholu a tabaku s celkovou váhou 19 % zaznamenala zrýchlenie na 2,6 % z predchádzajúcich 2,4 %. Nevýrobný tovar s váhou 26 % si udržal nízky medziročný rast na úrovni 0,4 %, tak ako predošlý mesiac. K celkovému poklesu inflácie najviac prispeli energie s váhou 9 %, ktorých ceny medziročne klesli o -1,9 %, čo predstavuje výraznejší pokles než novembrových -0,5 %. Jadrová inflácia, očistená o kolísavé ceny energií a potravín, klesla na 2,3 %, čím mierne podliezla očakávania trhu 2,4 %.

Situácia v najväčších ekonomikách menovej únie potvrdzuje dezinflačný trend, najmä v Nemecku. Harmonizovaná inflácia v Nemecku v decembri prekvapujúco klesla na 2,0 % z novembrových 2,6 %, čo je menej ako predpokladaných 2,2 %. Národný index spotrebiteľských cien (CPI) medzimesačne stagnoval na úrovni 0,0 % a medziročne klesol na 1,8 %. Dezinfláciu v najväčšej európskej ekonomike podporili priaznivé bázické efekty v energetike a nižšie ceny za voľný čas, odevy či potraviny, čo odzrkadľuje pretrvávajúcu hospodársku stagnáciu, keďže nemecký rast za celý rok 2025 sa odhaduje len na 0,2 % vo štvrtom kvartáli 2025. Francúzsko eviduje infláciu na úrovni 0,7 % v porovnaní s 0,8 % v novembri a Španielsko zaznamenalo pokles na 3,0 % z úrovne 3,2 %. Taliansko bolo v decembri výnimkou z tohto trendu, keďže jeho harmonizovaná miera inflácie mierne vzrástla na 1,2 % z novembrových 1,1 %. Nemecké výnosy 10-ročných dlhopisov v reakcii na slabé inflačné tlaky v eurozóne klesli o 10 bázických bodov na úroveň 2,8 % k 7. januáru, čo prispelo ku krátkodobému posilneniu USD voči EUR pod hranicu 1,17 USD/EUR.

Eurozóna - medziročná inflácia HICP
(December 2025, Eurostat)



Inflácia HICP v eurozóne (medziročne)



*Kompozitný PMI v eurozóne v decembri 2025 klesol na **51,5** bodov. Priemysel je naďalej kontrakcií (**48,8**), zatiaľ čo služby sú zdrojom rastu (**52,4**).*

Indexy nákupných manažérov (PMI) naznačujú, že ekonomika eurozóny stráca dynamiku, hoci zostáva v pásme expanzie. Kompozitný PMI v decembri klesol na 51,5 bodu z novembrových 52,8 bodu, čo bolo dokonca menej než naznačoval rýchly odhad na úrovni 51,9 bodu. PMI v službách klesol na 52,4 bodu z novembrového 2,5-ročného maxima 53,6 bodu. Priemyselný sektor zostáva v kontrakcii, hoci sa očakáva, že v roku 2026 by mohol profitovať z vyššieho dopytu po obranných zariadeniach a stavebných strojoch. Významným negatívnym faktorom je zrýchlenie inflácie vstupných nákladov (suroviny, materiál, nájomne,...) na deväťmesačné maximum, čo zvyšuje citlivosť trhov na ďalšie kroky centrálnej banky. Napriek tomu rok 2025 končí robustným kvartálnym rastom vďaka domácej spotrebe, ktorá kompenzovala slabší export.

V Nemecku kompozitný PMI klesol na 51,3 bodu z novembrových 52,4 bodu, čo predstavuje štvormesačné minimum. Služby v Nemecku dosiahli hodnotu 52,7 bodu, čo je mierne nad očakávaniami, no stále menej ako v novembri (53,1 bodu). Problémovým je priemyselný sektor, ktorý spadol hlbšie do kontrakcie na úroveň 47 bodov z predošlých 48,2. Toto spomalenie je pripisované pretrvávajúcej slabosti priemyselného jadra a skutočnosti, že fiškálne opatrenia kancelára Friedricha Merza si vyžadujú dlhší čas na pretransformovanie sa do reálnej ekonomiky. Španielsko je v decembri naďalej lídrom v regióne s kompozitným indexom na úrovni 55,6, kde naďalej dominujú služby (57,1) a priemysel po siedmich mesiacoch expanzie zaznamenal mierny úpadok (49,6). V Taliansku v decembri aktivita takmer nerástla a vo Francúzsku úplne stagnovala.

Výhľad menovej politiky zo strany ECB naďalej zostáva nezmenený. Inflačný ciel na úrovni 2 % HICP je splnený a eurozóna dosahuje zamestnanosť takmer na historických maximách s októbrovou mierou nezamestnanosti na úrovni 6,3 %, čo ponúka stabilné menové a hospodárske prostredie. Ekonomický rast však bude závisieť od rýchlosti implementácie vládnych výdavkov v priemysle do infraštruktúry a obrany. (fw)

Eurozóna PMI: Priemyselný sektor v kontrakcií

	1. 12. 2025	1. 11. 2025	1. 10. 2025	1. 9. 2025	1. 8. 2025	1. 7. 2025	1. 6. 2025	1. 5. 2025	1. 4. 2025	1. 3. 2025	1. 2. 2025	1. 1. 2025
EA Kompozit PMI	51,5	52,8	52,5	51,2	51,0	50,9	50,6	50,2	50,4	50,9	50,2	50,2
EA Priemysel PMI	48,8	49,6	50,0	49,8	50,7	49,8	49,5	49,4	49,0	48,6	47,6	46,6
EA Služby PMI	52,4	53,6	53,0	51,3	50,5	51,0	50,5	49,7	50,1	51,0	50,6	51,3
Nemecko Kompozit PMI	51,3	52,4	53,9	52,0	50,5	50,6	50,4	48,5	50,1	51,3	50,4	50,5
Nemecko Priemysel PMI	47,0	48,2	49,6	49,5	49,8	49,1	49,0	48,3	48,4	48,3	46,5	45,0
Nemecko Služby PMI	52,7	53,1	54,6	51,5	49,3	50,6	49,7	47,1	49,0	50,9	51,1	52,5
Francúzsko Kompozit PMI	50,0	50,4	47,7	48,1	49,8	48,6	49,2	49,3	47,8	48,0	45,1	47,6
Francúzsko Priemysel PMI	50,7	47,8	48,8	48,2	50,4	48,2	48,1	49,8	48,7	48,5	45,8	45,0
Francúzsko Služby PMI	50,1	51,4	48,0	48,5	49,8	48,5	49,6	48,9	47,3	47,9	45,3	48,2
Taliansko Kompozit PMI	50,3	53,8	53,1	51,7	51,7	51,5	51,1	52,5	52,1	50,5	51,9	49,7
Taliansko Priemysel PMI	47,9	50,6	49,9	49,0	50,4	49,8	48,4	49,2	49,3	46,6	47,4	46,3
Taliansko Služby PMI	51,5	55,0	54,0	52,5	51,5	52,3	52,1	53,2	52,9	52,0	53,0	50,4
Španielsko Kompozit PMI	55,6	55,1	56,0	53,8	53,7	54,7	52,1	51,4	52,5	54,0	55,1	54,0
Španielsko Priemysel PMI	49,6	51,5	52,1	51,5	54,3	51,9	51,4	50,5	48,1	49,5	49,7	50,9
Španielsko Služby PMI	57,1	55,6	56,6	54,3	53,2	55,1	51,9	51,3	53,4	54,7	56,2	54,9

Zdroj: S&P Global

MACROBOND

Čo stojí za prudkým rastom ceny striebra?

Striebro patrí medzi komodity s výnimočným postavením, keďže v sebe spája investičnú aj priemyselnú funkciu. Na jednej strane je vnímané ako uchovávateľ hodnoty a ochrana pred makroekonomickou neistotou, na druhej strane ide o strategickú surovinu nevyhnutnú pre moderné technológie. Práve táto dvojaká povaha spôsobuje, že jeho trh reaguje nielen na menovú politiku a investičnú náladu, ale aj na štrukturálny dopyt z priemyselného sektora, čo vytvára robustný základ pre budúci rast. Tento drahý kov už nie je len citlivým barometrom nálad investorov. Jeho kľúčová úloha v dekarbonizačných technológiách, ako je fotovoltika, a v inováciách ako umelá inteligencia a 5G infraštruktúra, mu zabezpečuje dopyt, ktorý je do veľkej miery neelastický voči cenovým výkyvom. V roku 2025 trh so striebrom prechádzal obdobím mimoriadnej turbulencie. S nárastom ceny o 160 % sa striebro stalo jedným z najvýkonnejších aktív na svete. Tento rast je však sprevádzaný extrémnou volatilitou, ktorej sme boli svedkami koncom decembra, keď cena v priebehu jediného dňa vzrástla o 10 %, aby nasledujúci deň klesla o 15 %.

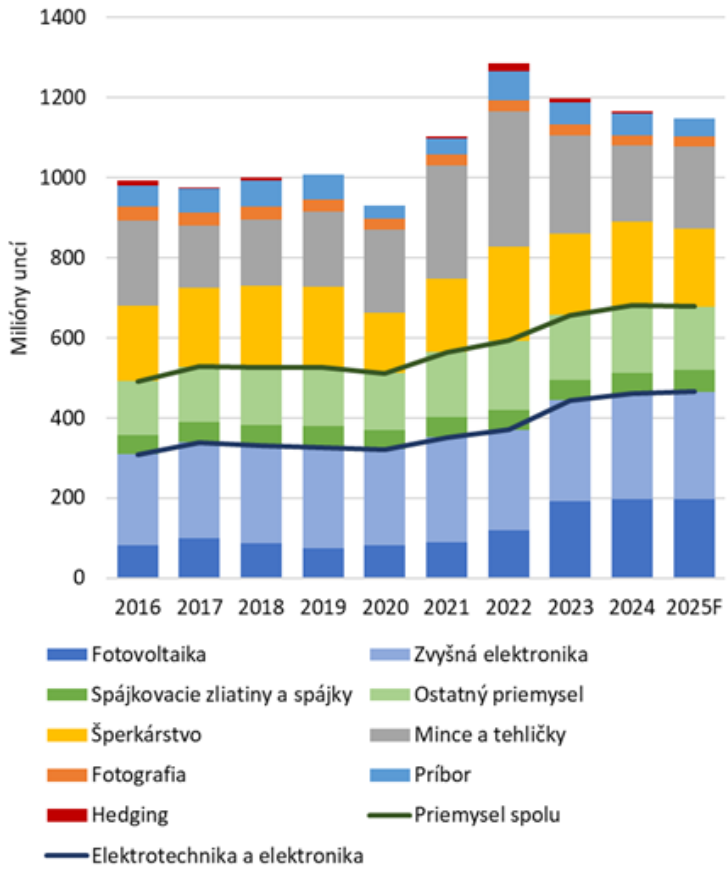
Od roku 2020 je ponuka striebra v konštantnom deficite.

Dopyt a ponuka

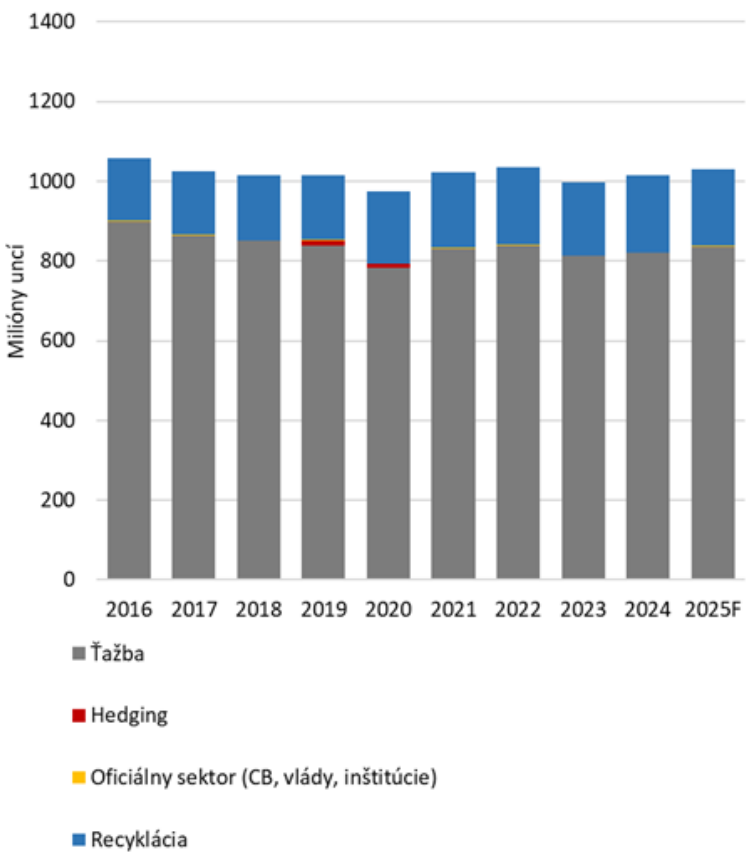
Globálny trh so striebrom vstupuje do roku 2026 s jasne definovaným fundamentálnym naratívom – pretrvávajúcim štrukturálnym deficitom od roku 2020, ktorý je poháňaný explozívnym rastom priemyselného dopytu v kontraste s obmedzenou ponukou. Celkový dopyt po striebre v roku 2025 sa odhaduje na necelých 1150 miliónov uncí, pričom 59 % dopytu pochádza z priemyslu, 17,1 % zo šperkárstva a 17,8 % z fyzických mincí a tehličiek.

Najväčším zdrojom priemyselnej spotreby je fotovoltaika. Kým v roku 2019 predstavovala 8,7 % celkového dopytu po striebre, v roku 2025 to bolo už 17 %. Do roku 2027 by výroba solárnych článkov mala absorbovať viac než 20 % súčasnej ročnej globálnej ponuky striebra. Napriek snahám o znižovanie spotreby na jeden

Globálny dopyt po striebre (zdroj: Metal Focus)



Globálna ponuka striebra (zdroj: Metal Focus)

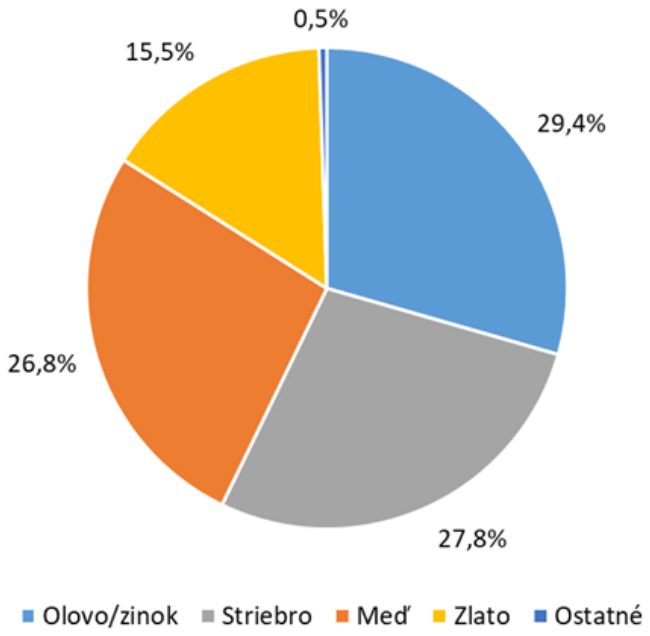


článok zostáva striebro technologicky ťažko nahraditeľné. Výrazne rastie aj dopyt v automobilovom sektore vďaka elektromobilite. Výroba elektromobilu spotrebuje približne 25 – 50 gramov striebra, čo je o 67 – 79 % viac než automobily so spaľovacím motorom. Do roku 2031 by mali tvoriť takmer 60 % automobilového dopytu po striebre. Rast umelej inteligencie a dátových centier ďalej zvyšuje spotrebu v elektronike. Tento sektor je relatívne imúnny voči výkyvom cien striebra, pretože vlády považujú dátové centrá za kritickú infraštruktúru a podporujú ich investičnými stimulmi a grantmi. V roku 2026 a aj roky potom môžeme naďalej očakávať štrukturálny dopyt v priemysle prevyšujúci ponuku, nakoľko súboj veľmocí o prvenstvo technologického pokroku bude naďalej pokračovať.

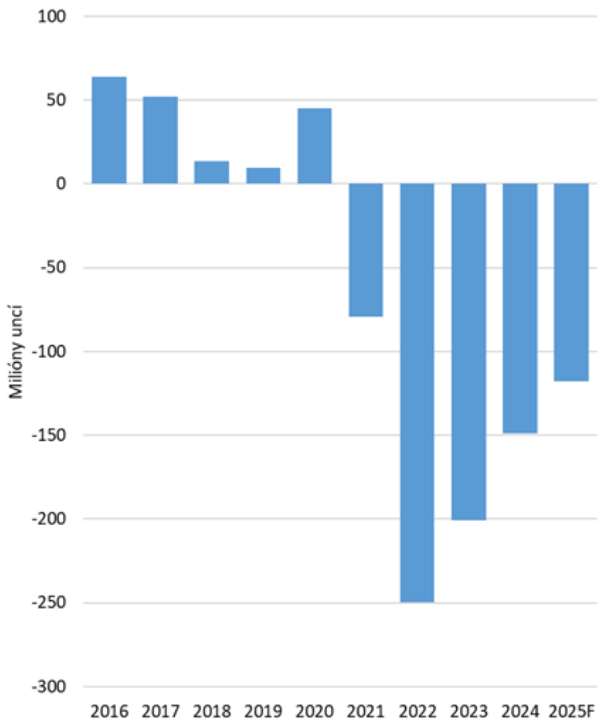
70-80 % svetového striebra sa ťaží ako vedľajší produkt ťažby iného kovu.

Súčasná ponuka striebra čelí výrazným štrukturálnym obmedzeniam, pričom globálna banská produkcia od roku 2020 klesá s priemernou ročnou mierou -0,9 %. Kľúčovým faktorom je pokles výdatnosti rudy približne o 30 % za poslednú dekádu, čo núti bane spracovať výrazne väčší objem materiálu na získanie rovnakého množstva kovu. Zvýšenie ťažby striebra nie je možné zo dňa na deň, pretože proces od objavenia ložiska po začiatok reálnej produkcie trvá v priemere 7 až 10 rokov kvôli zdĺhavému získavaniu povolení a environmentálnym posúdeniam. Väčšina svetového striebra, približne 70 až 80 %, sa získava len ako vedľajší produkt pri ťažbe iných kovov, ako sú meď, olovo a zinok. Z celkového objemu vyťaženého v roku 2024 (820 mil. uncí) bolo iba 27,8 % vyťažených v strieborných baniach. Vyššia cena striebra preto s ťažiarmi výrazne nepohne, pretože nebudú zvyšovať celkovú produkciu základných kovov len kvôli drahšiemu vedľajšiemu prvku, čo v ekonomike vytvára takzvanú nepružnú ponuku.

Ťažba striebra podľa hlavnej orientácie ťažobného dolu (2024, zdroj: Metal Focus)



Surplus/Deficit striebra (zdroj: Metal Focus)



Geopolitika trhu so striebrom

USA v novembri 2025 formálne zaradili striebro do zoznamu kritických minerálov pre rok 2025, čím ho predefinovali z drahého kovu na strategickú priemyselnú surovinu nevyhnutnú pre obranu a energetiku. Tento krok umožňuje vláde odomknúť federálne dotácie na domácu ťažbu, urýchliť povoľovacie procesy pre bane a vytvárať strategické zásoby s cieľom znížiť 70-percentnú závislosť na dovoze a spracovateľskej dominancii Číny.

Čína na druhú stranu nedávno reklasifikovala striebro a zaradila ho pod pravidlá kontroly vývozu pre tovar dvojakého použitia – te-

da materiály s civilným aj vojenským strategickým významom, čím systematicky buduje dominantné postavenie s cieľom kontrolovať globálny dodávateľský reťazec tohto kritického materiálu. V praxi to znamená, že od 1. januára 2026 už export striebra z Číny nebude automatický. Každá dodávka bude vyžadovať špecifické vládne schválenie a licencie budú udeľované len vo výnimočných prípadoch. Ide o rovnakú taktiku, akú Čína úspešne použila v poslednom desaťročí na získanie kontroly nad trhom so vzácnymi zeminami, ktoré sú kľúčové pre moderné technológie od elektromotorov po navádzané strely.

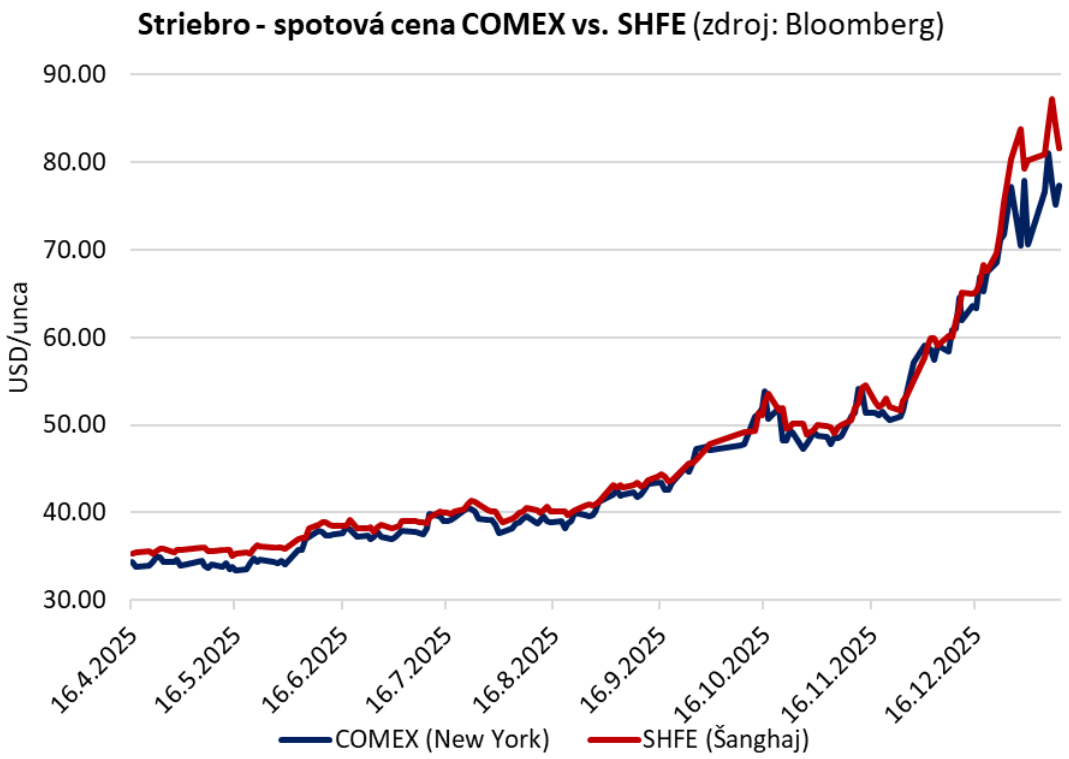
*V reakcií na geopolitické opatrenie Číny (reklasifikácia striebra na materiál s civilným a vojenským využitím) sa predávalo striebro v decembri 2025 s prémiou **7 USD/uncu** na burze SFHE oproti COMEX.*

Čínska stratégia je účinná, pretože sa zameriava na najzraniteľnejší bod globálneho dodávateľského reťazca – rafinácia a spracovanie. A práve v tejto kľúčovej fáze má Čína dominantné postavenie. Obrovská časť svetovej rafinérskej kapacity sa nachádza na jej území. To znamená, že aj striebro vyťažené v baniach v Mexiku či Austrálii s vysokou pravdepodobnosťou prechádza cez čínsku infraštruktúru. Kontrolou tohto centrálneho uzla získava Peking strategickú páku na reguláciu fyzických tokov a ovplyvňovanie globálnej cenotvorby. Práve táto dominancia v rafinácii dáva Číne fyzickú schopnosť narušiť arbitrážne mechanizmy, ktoré západné trhy považovali za samozrejmosť, a tým umožňuje pretrvávanie cenových prémií na šanghajskej burze.

Divergencia trhov: Rozdiel medzi fyzickým a papierovým striebrom

Cenu striebra neurčuje jeden monolitický trh, ale dva hlavné cenotvorné mechanizmy: burza COMEX v USA a Šanghajská burza SHFE v Číne. Ich nedávne správanie signalizuje rastúci nesúlad medzi trhom s prevládajúcimi finančnými derivátmi (COMEX) a trhom s reálnym, fyzickým kovom (SHFE). Za normálnych okolností sú ceny na oboch trhoch takmer identické vďaka arbitráži – obchodníci nakupujú kov tam, kde je lacnejší, a predávajú ho tam, kde je drahší, čím cenové rozdiely takmer okamžite vyrovnávajú. Tento mechanizmus však v decembri 2025 zlyháva.

Ku koncu roka 2025 za prítomnosti silnej volatility sa fyzické striebro na Šanghajskej burze predávalo s prémiou okolo 7 USD/uncu, čo je extrémne neobvyklé a signalizuje vážny problém. Arbitráž je neefektívna, pretože fyzické striebro sa nepohybuje voľne. Získať a presunúť reálny kov na vyrovnanie tohto rozdielu je čoraz ťažšie a drahšie. Tento pretrvávajúci rozdiel nie je len trhovou anomáliou, je to dôkaz, že západná „papierová“ cena sa oddeľuje od reality nákladov na zabezpečenie fyzického kovu, čo predstavuje existenčné riziko pre priemyselných odberateľov a príležitosť pre investorov do fyzických aktív. Odliv zo západných trezorov Tento trend potvrdzujú aj dáta zo skladov schválených burzou COMEX. Celkové zásoby fyzického striebra v západných trezoroch dlhodobo klesajú, namiesto toho, aby sa hromadili. Kov odteká preč, pravdepodobne smerom na východ, kde je dopyt po fyzickom materiáli a ochota zaplatiť zaň prémiu omnoho vyššia.



Investícia do striebra v roku 2026?

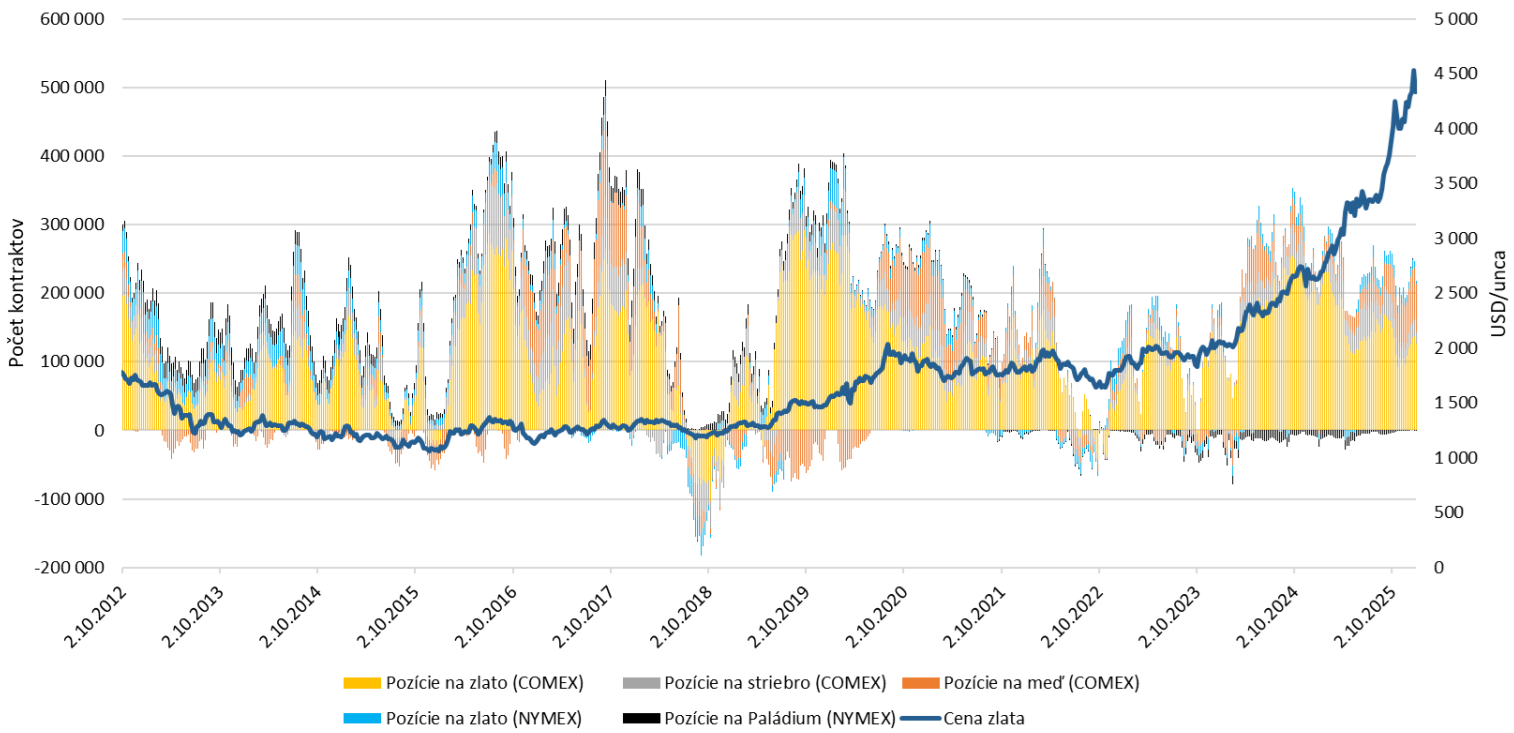
*Odhaduje sa, že cena striebria presiahne **100 USD/uncu** v roku 2026.*

Na prelome rokov 1979 a 1980 cena striebra v priebehu jediného roka vystrelila z približne 6 USD na viac ako 50 USD za uncu. Keď trh zistí, že fyzického kovu je nedostatok, a priemyselní spotrebitelia musia nakupovať za každú cenu, môže to viesť k veľmi rýchlym a masívnym nárastom cien. Tieto explozívne pohyby sú však často nasledované rovnako prudkými korekciami, keď špekulatívny kapitál opúšťa trh. Tieto fundamentálne faktory vytvárajú silný základ pre rast, avšak súčasný trh, poháňaný špekulatívnym kapitálom, je plný rizík, ktoré musí každý investor starostlivo zvážiť.

Napriek silným fundamentom je súčasný trh poháňaný extrémnym sentimentom a vysokou finančnou pákou. Priemyselný dopyt už päť rokov po sebe prevyšuje novú produkciu z baní, čo postupne vyčerpáva nadzemné zásoby. Kroky Číny (obmedzenie exportu) efektívne sťahujú ponuku z globálneho trhu, zatiaľ čo USA zaradili striebro na zoznam kritických minerálov, čím signalizujú jeho strategickú dôležitosť. Súčasný rast je poháňaný kombináciou „short squeeze“ (vytláčanie špekulantov stávkujúcich na pokles), vysokého záujmu o pákové stávky na rast a masívnych nákupov zo strany retailových investorov (napríklad cez ETF fond SLV).

Na druhú stranu rast cien motivuje nielen ťažiarov, ale aj dlhodobých držiteľov fyzického kovu. Koncept „striebra zo zásuvky“ popisuje obrovské množstvo kovu v súkromných trezoroch a fondoch, ktorý sa môže dostať na trh, keď jeho majitelia po rokoch držania začnú realizovať zisky. Táto nová ponuka nie je zahrnutá v tradičných štatistikách. Extrémny nárast o 160 % za rok 2025 a rekordný počet vyhľadávaní slova „striebro“ na Googli sú typickými znakmi špekulatívnej horúčky a FOMO (strachu z premeškania príležitosti), nie len zdravého odrazu fundamentov. Vysoká miera pákového efektu, ktorá pomohla cene rásť, je dvojsečnou zbraňou. Akékoľvek zvýšenie maržových požiadaviek na burze môže spustiť kaskádu nútených predajov, čo vedie k rýchlemu prepadu ceny. Hoci je dopyt krátkodobo neelastický, nie je nekonečný. Pokiaľ sa drahé kovy udržia v pozitívnom trende mixu geopolitickej a inflačnej neistoty, tak striebro môže naďalej dominovať výnosom drahých kovov a presiahnuť hranicu 100 USD/uncu, avšak treba mať na pamäti, že ide o trhovú horúčku, ktorá isto bude sprevádzaná vysokou volatilitou. (fw)

Čisté špekulatívne pozície na drhaých kovov (zdroj: Bloomber)

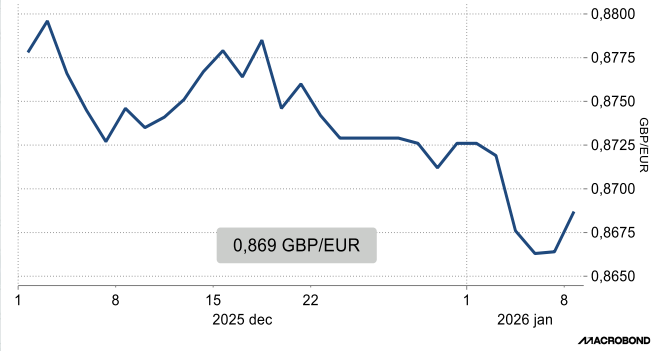


AKTUÁLNY VÝVOJ NA TRHOCH

EUR/USD

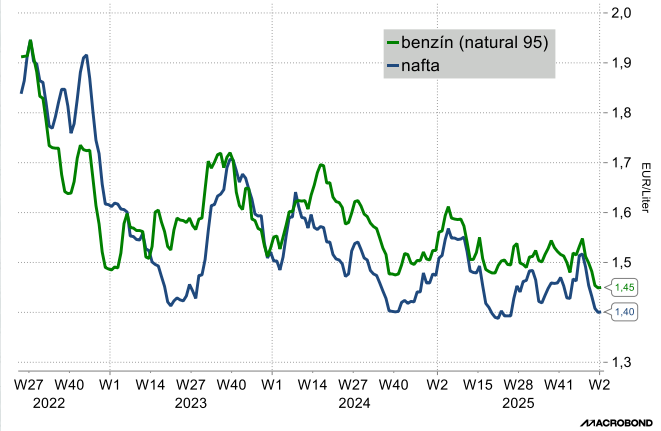
EUR/CZK

EUR/GBP

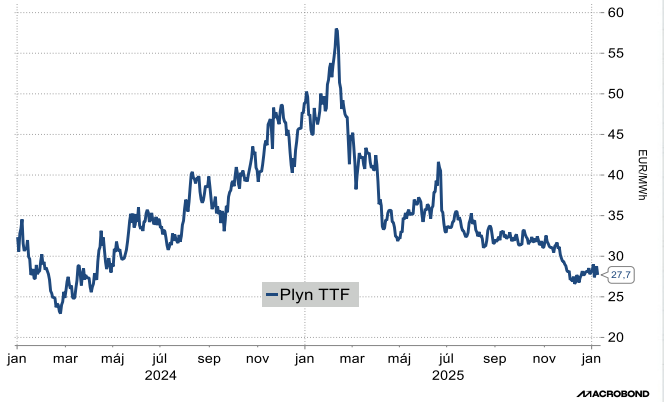


ZLATO

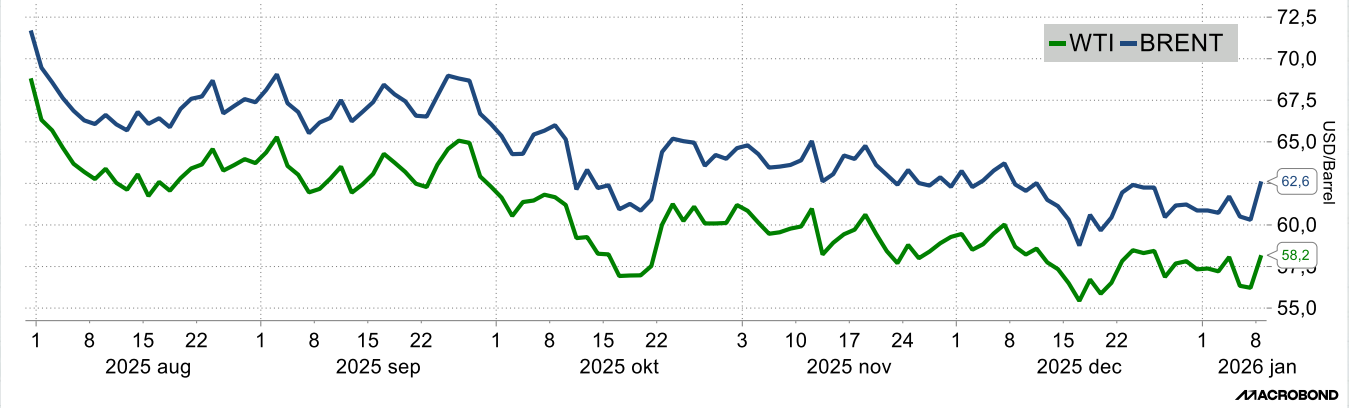
PHM NA SLOVENSKU



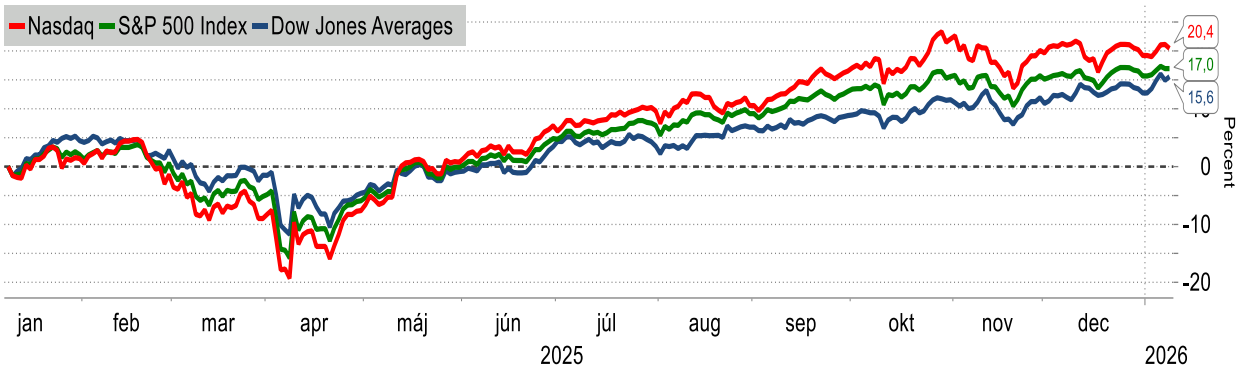
PLYN



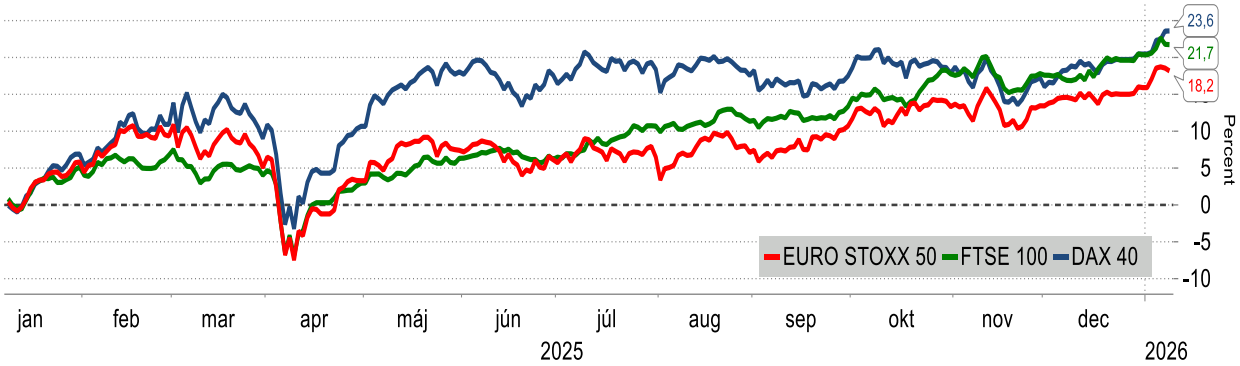
ROPA



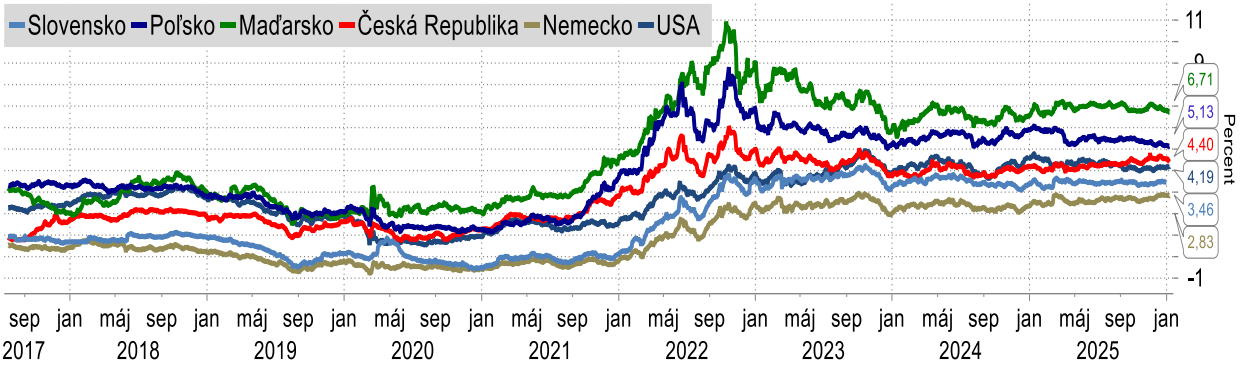
ROČNÁ VÝNOSNOSŤ AMERICKÝCH INDEXOV



ROČNÁ VÝNOSNOSŤ EURÓPSKYCH INDEXOV



10-ROČNÉ DLHOPISY

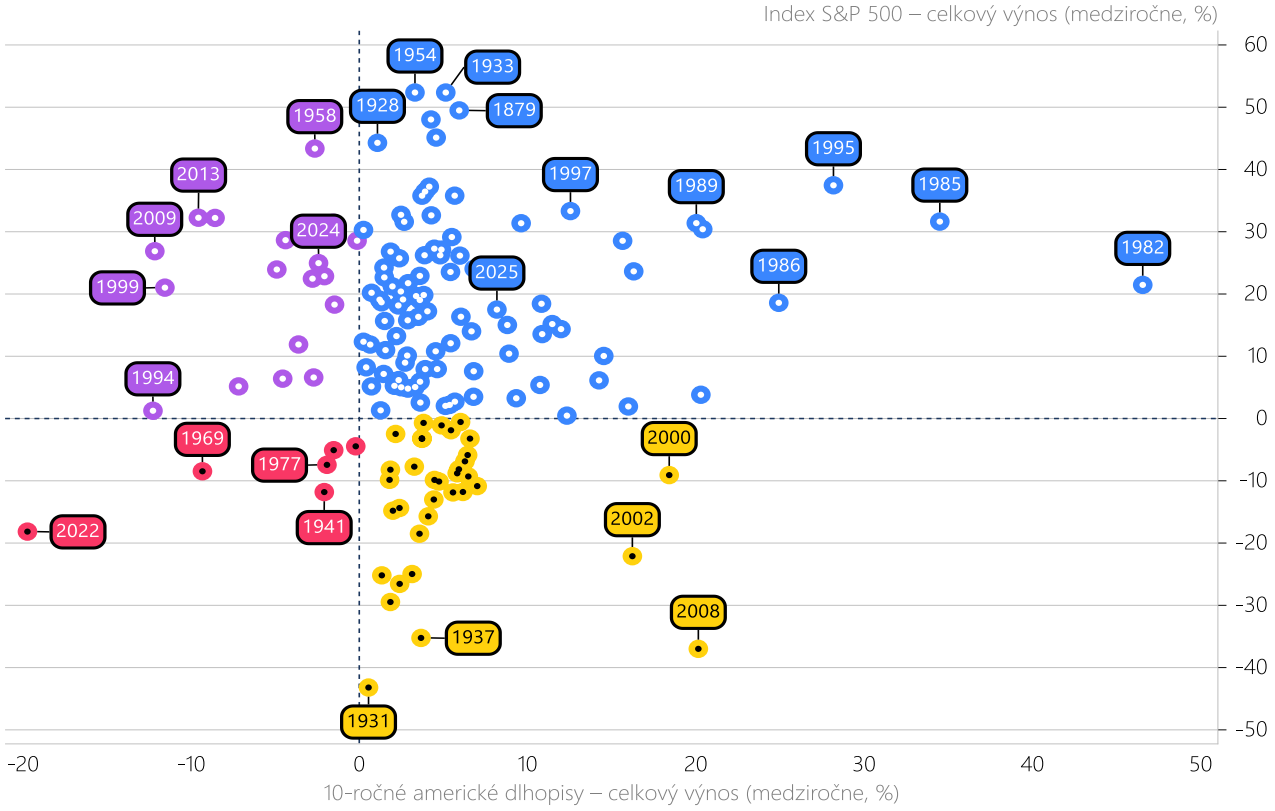


HLAVNÉ ÚROKOVÉSADZBY CENTRÁLNYCH BÁNK

	CPI Y/Y %	Core CPI Y/Y %	Základná sadzba	Posledná zmena		Posledný pohyb	Mesiacov od posledného zvýšenia	Mesiacov od posledného zníženia
Eurozóna	2,0	2,3	2,15	-0,25	Cut	6/2025	28	7
USA	2,7	2,6	3,75	-0,25	Cut	12/2025	30	1
Veľká Británia	3,3	3,2	3,75	-0,25	Cut	12/2025	29	1
Česko	2,1	2,6	3,50	-0,25	Cut	5/2025	43	8
Poľsko	2,4	2,7	4,00	-0,25	Cut	12/2025	40	1
Maďarsko	3,8	4,0	6,50	-0,25	Cut	9/2024	39	16
Japonsko	2,9	3,0	0,75	0,25	Hike	12/2025	1	119
Rusko	6,6	6,2	16,00	-0,50	Cut	12/2025	14	1
Švajčiarsko	0,1	0,5	0,00	-0,25	Cut	6/2025	31	7

GRAF, KTORÝ NÁS ZAUJAL

Ročné výnosy amerických akcií v porovnaní s dlhopismi od roku 1873



Zdroj: U.S. Department of Treasury, S&P Global

MACROBOND

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.

Analytici:
Jozef Prozbík
prozbik@bencont.sk
Ján Vražda
vrazda@bencont.sk
Zdenko Lauko
lauko@bencont.sk
Martin Maslan
maslan@bencont.sk

Junior analytici:
Martin Vražda
Frederik Wiesner
Matej Miroslav Miko

Vajnorská 100/A
831 04 Bratislava
www.bencont.sk

BENCONT INVESTMENTS BENCONT GROUP BENCONT DEVELOPMENT