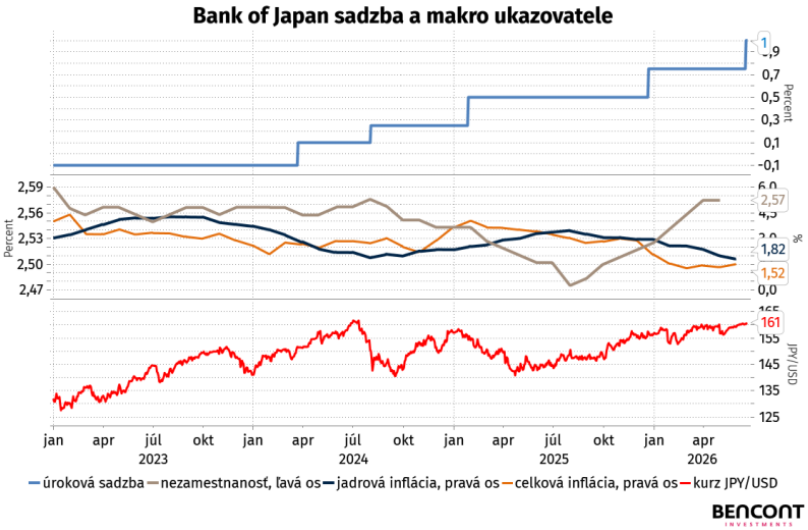
Rozhodnutie centrálnych bánk o sadzbách

Na rastúcu importovanú infláciu reagovali centrálne banky na celom svete. Bitcoin sa opätovne priblížil k hranici 60-tisíc USD. Aké sú dôvody jeho prepadu? Prázdne byty na Slovensku vytvárajú spoločenskú otázku týkajúcu sa dostupnosti bývania.
Aká bude cena ropy po znovuotvorení Hormuzského prielivu? SpaceX a jeho IPO, je táto spoločnosť ocenená správne? Trh práce v prvom štvrťroku 2026.



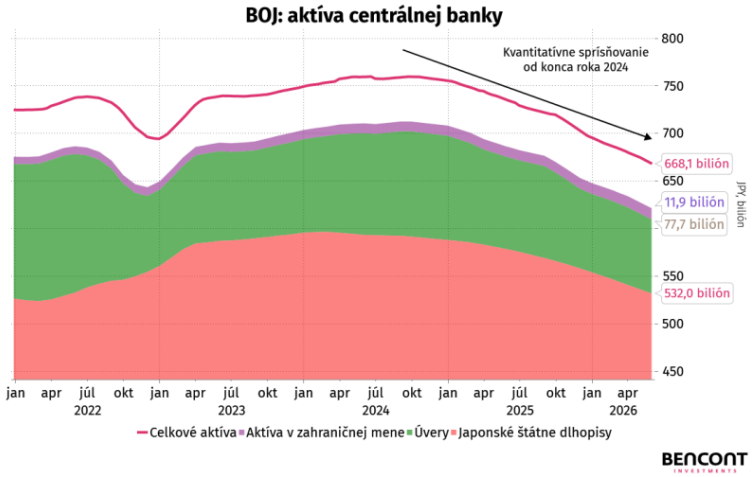
Japonsko

Na aktuálnom zasadnutí 16. júna došlo k ďalšej zmene v nastavení menovej politiky Japonska. BOJ rozhodla o zvýšení úrokovej sadzby o 25 bps, čím sa základná úroková sadzba zvýšila na úroveň 1 %. Ide o najvyššiu úroveň úrokových sadzieb v Japonsku od roku 1995, čo predstavuje 31-ročné maximum. Hlavným dôvodom zvýšenia sadzieb sú obavy z importovanej inflácie spôsobenej rastom cien ropy a zemného plynu, keďže Japonsko dováža približne 95 % svojej spotreby ropy a 14 % zemného plynu z krajín Blízkeho východu. Tento vývoj sa však zatiaľ výraznejšie neprejavil na celkovej inflácii, ktorá sa stabilne pohybuje na úrovni 1,3 – 1,4 %, teda výrazne pod inflačným cieľom centrálnej banky.



Vývoj sadzieb vo svete formoval vývoj na komoditných trhoch

Jedným z dôvodov, prečo sa tento vývoj výraznejšie neprejavil v celkovej inflácii, sú aj rozhodnutia vlády dotovať ceny benzínu na čerpacích staniciach vo výške 10 JPY na liter. Vláda takto reguluje ceny benzínu s cieľom udržať ich približne na úrovni 170 JPY za liter. Japonská vláda na tento účel vyčlenila 800 mld. JPY (teda približne 5 mld. USD) z rezervných fondov na financovanie dotácií. Náklady programu sa pritom odhadujú až na 300 mld. JPY mesačne. Skôr či neskôr sa však rastúce náklady pravdepodobne premietnu aj do konečných cien, čo môže v nasledujúcich obdobiach výraznejšie prispieť k rastu inflácie. Hoci sa tento vývoj zatiaľ neprejavil v dotovaných segmentoch, vo veľkoobchodných cenách už v máji došlo k medziročnému rastu približne o 6 %. To naznačuje zvyšujúce sa náklady v B2B transakciách, či už v dôsledku rastu cien importovaných komodít, alebo vplyvom colných opatrení.



K udržaniu inflácie na úrovni okolo 2 % napomáha nielen zvyšovanie sadzieb, ale aj reštrikcia v podobe kvantitatívneho sprísňovania, ktorá sa prejavuje redukciou nákupov dlhopisov. BOJ bude znižovať mesačný objem nákupov japonských štátnych dlhopisov (JGBs) približne o 200 mld. JPY každý kalendárny štvrťrok až do marca 2027. Mesačný objem nákupov by sa tak mal do tohto obdobia znížiť približne na 2 bil. JPY. Na porovnanie, v roku 2026 bol objem na úrovni 2,7 bil. JPY. Tým sa celková hodnota nakupovaných JGBs v súvahe BOJ zníži zo súčasných 532 bil. JPY približne na 480 bil. JPY do konca marca 2027.

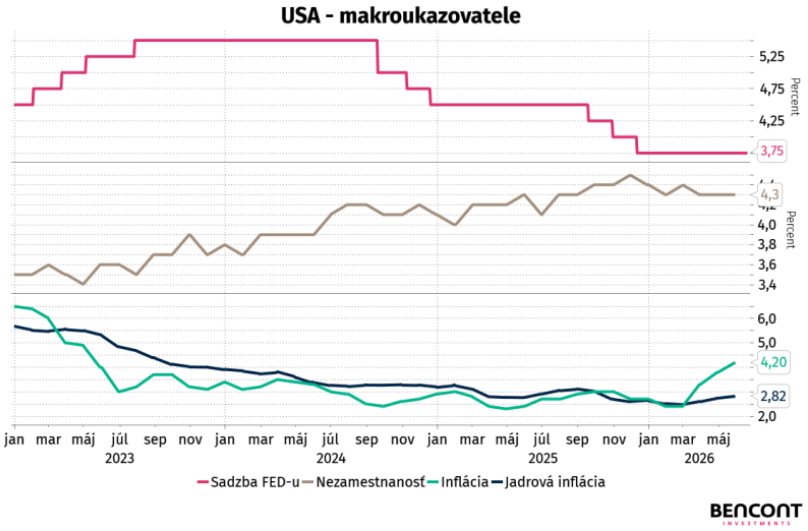
Čo sa týka aktuálneho nastavenia sadzieb, trh ku koncu roka 2026 nepredpokladá ďalšie zvýšenie. Ak by však došlo k výraznému rastu celkovej inflácie v dôsledku neudržateľnosti dotácií na benzín a tlaku na verejné financie, zvýšenie sadzieb o 25 bps by bolo najpravdepodobnejšie možné očakávať až v decembri 2026.

USA

Na zasadnutí 17. júna sa výbor FOMC jednohlasne rozhodol ponechať cieľové rozpätie úrokovej sadzby na úrovni 3,5 – 3,75 %. Toto rozhodnutie prichádza v čase, keď celková inflácia dosiahla trojročné maximum na úrovni 4,2 % a jadrová inflácia vzrástla na 2,9 %. Za hlavný dôvod rastu celkovej inflácie možno považovať externý ponukový šok súvisiaci s konfliktom v Iráne, ktorý vyhnal ceny benzínu a energií nahor. Nedávna dohoda medzi USA a Iránom o opätovnom otvorení Hormuzského prielivu však priniesla určitú úľavu a zmiernila obavy z ďalšieho rastu inflácie. Ďalším problémom je spomaľovanie ekonomického rastu. Odhad rastu HDP pre rok 2026 bol revidovaný na 2,2 % z marcových 2,4 %. Trh práce sa však naďalej javí ako stabilný, pričom miera nezamestnanosti sa od začiatku roka dlhodobo drží na úrovni 4,3 %. Podrobnejšie sme sa inflácii a situácii na trhu práce v USA venovali v BWR 24.

Zaujímavosťou tohto zasadnutia bolo, že išlo o prvé zasadnutie pod vedením nového predsedu Kevina Warsha, ktorého mnohí vnímajú ako kandidáta blízkeho prezidentovi Trumpovi. Fed pod jeho vedením upustil od využívania nástroja forward guidance, teda od poskytovania explicitného výhľadu budúceho vývoja úrokových sadzieb. Tento krok odôvodnil vysokou mierou neistoty a volatility na finančných trhoch. Warsh sa zároveň odmietol zúčastniť na tvorbe tzv. dot plotu (bodového grafu očakávaní členov FOMC) a nepredložil ani vlastnú ekonomickú prognózu, čím signalizoval odklon od využívania tohto nástroja.

Fed zároveň výrazne zvýšil svoj odhad celkovej inflácie pre rok 2026 na 3,6 % z marcových 2,7 % a odhad jadrovej inflácie na 3,3 %. Návrat inflácie k 2 % cieľu sa podľa aktuálnych prognóz neočakáva skôr ako v roku 2028. Na tieto inflačné očakávania reagovali aj futures kontrakty na úrokové sadzby. Trhy aktuálne predpokladajú ďalšie zvýšenie sadzieb o 25 bps v októbri tohto roka. V prípade, že inflačné tlaky nepoľavia, Fed by mohol pristúpiť k ďalšiemu zvýšeniu sadzieb, pričom najpravdepodobnejším termínom sa javí apríl 2027.

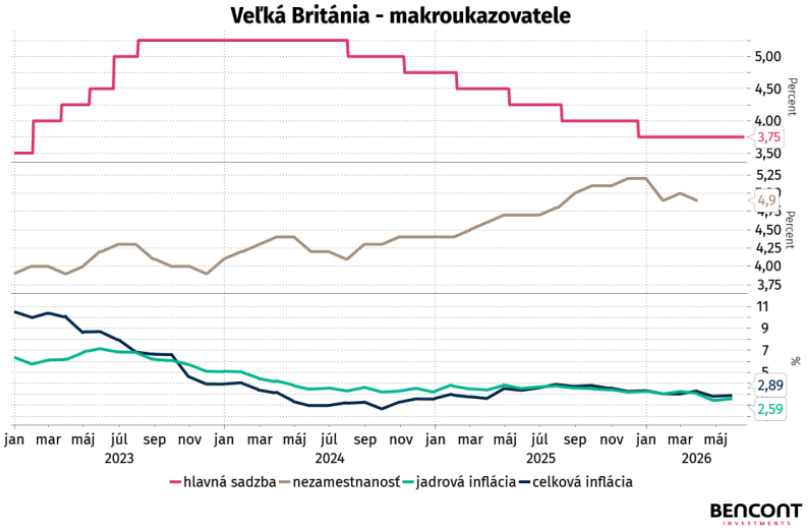


Spojené kráľovstvo

Na zasadnutí 17. júna sa Bank of England (BOE) rozhodla ponechať základnú úrokovú sadzbu na úrovni 3,75 %. Rozhodnutie bolo prijaté väčšinou hlasov 7 : 2, pričom dvaja členovia Výboru pre menovú politiku hlasovali za zvýšenie sadzby o 25 bps na 4 %. Išlo tak už o štvrté zasadnutie po sebe, na ktorom BOE ponechala úrokové sadzby bez zmeny.

Celková inflácia v máji zostala na úrovni 2,8 %, čo predstavuje podobnú hodnotu ako v apríli, no zároveň pokles oproti marcovým 3,3 %. Májový výsledok bol o 0,4 p.b. nižší, než predpokladala aprílová prognóza BOE. Centrálna banka však naďalej očakáva dočasný nárast inflácie v dôsledku doznievajúcich efektov energetického šoku. Podľa aktuálnej prognózy BOE by mala inflácia v 3Q 2026 dosiahnuť úroveň tesne pod 3 %, pričom vo 4Q 2026 by mala opätovne vzrásť mierne nad 3,25 %. Pokiaľ ide o inflačné očakávania domácností na rok dopredu, tie vzrástli z februárových 3,2 % na májové 4 %. Miera nezamestnanosti nečakane klesla na 4,9 %, čo predstavuje najnižšiu úroveň od začiatku roka. V 1Q 2026 HDP vzrástlo o 0,6 %, teda o 0,1 p.b. viac, než sa očakávalo v aprílovej prognóze. Hoci sa rast ekonomiky udržal, zvýšená volatilita na finančných trhoch a pretrvávajúca inflácia pôsobili ako brzda podnikových investícií. Negatívny sentiment domácností a firiem môže ďalej oslabovať dopyt a spotrebu, čo by mohlo vytvárať opätovné tlaky na spomaľovanie rastu celej ekonomiky.

V reakcii na obavy z možného udržania cien komodít na vyšších úrovniach sa upravujú aj očakávania týkajúce sa ďalšieho vývoja úrokových sadzieb. V prípade BOE trhy ku koncu roka, konkrétne v decembri, očakávajú opätovné zvýšenie sadzby o 25 bps na úroveň 4 %. Úroková sadzba by sa tak vrátila na úroveň, na ktorej sa naposledy nachádzala koncom roka 2025.



Centrálne banky sa opäť dostávajú do situácie, keď musia reagovať na rastúcu infláciu spôsobenú najmä externými ponukovými šokmi. Po vypuknutí konfliktu na Blízkom východe a raste cien komodít sa zvýšila importovaná inflácia aj inflačné očakávania na najbližšie obdobie. Fed a Bank of England zatiaľ volia opatrný, vyčkávací prístup, keďže sledujú ďalší vývoj medzi USA a Iránom. Naopak, Bank of Japan pristúpila k rýchlejšiemu zvyšovaniu sadzieb v reakcii na očakávaný tlak importovanej inflácie.(mmm)

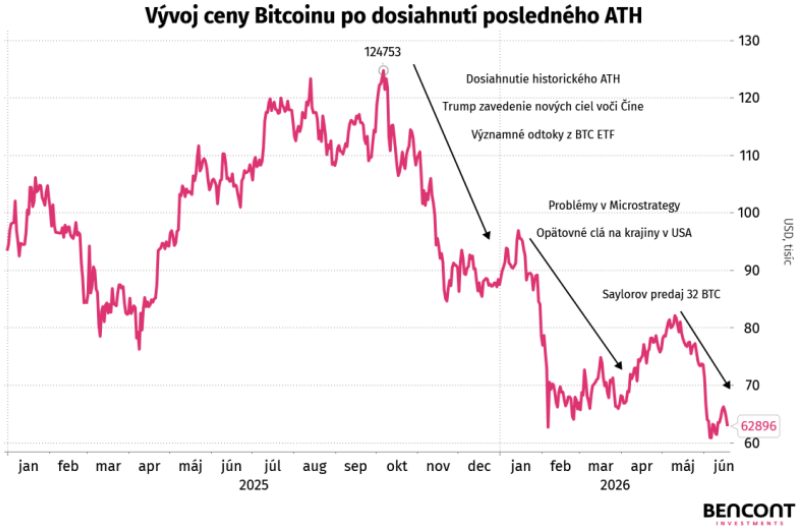
Čo stojí za prepadom Bitcoinu?

Bitcoin (BTC) aktuálne zažíva jeden z najväčších poklesov za posledné štyri roky. Od svojho posledného významného vrcholu na úrovni približne 125-tisíc USD, ktorý dosiahol v októbri 2025, sa nachádza v klesajúcom trende, pričom jeho cena sa znížila až o 49,4 %.

Primárne dôvody tohto poklesu možno pripísať makroekonomickým vplyvom, najmä rozrušeniu na trhoch spôsobenému politikou Donalda Trumpa, či už v podobe ciel, alebo vojenských intervencií. To vyvolalo nervozitu pri rizikových aktívach, akým je aj BTC, a kapitál sa začal presúvať smerom k bezpečnejším aktívam. Následne vznikol tlak aj na BTC ETF fondy, ktoré zaznamenali 13-dňovú sériu čistých odlevov. Medzi 15. májom a 3. júnom z trhu odišlo takmer 4,4 mld. USD. Ďalším významným faktorom bol problém spojený so spoločnosťou MicroStrategy, ktorá mala za cieľ neustále nakupovať BTC. Dňa 3. júna však po prvýkrát predala 32 BTC v hodnote 2,5 mil. USD, čo netvorí ani 1 % z jej celkového množstva pod správou.

MicroStrategy vlastní celkovo až 846 842 BTC.

Táto správa v poslednom období výraznejšie ovplyvnila cenu BTC smerom nadol, keďže spoločnosť MicroStrategy bola vnímaná ako subjekt, ktorý neustále akumuluje BTC vo svojich rezervách. Tento predaj však naznačil, že spoločnosť sa môže čiastočne financovať aj predajom BTC, najmä v prípade, ak už nebude možné ďalšie riedenie akcionárov prostredníctvom vydávania akcií. To by mohlo spôsobiť opätovný výpredaj na BTC trhu.



Ďalším faktorom, ktorý vplýval na cenu, bol presun rizikového kapitálu smerom na akciový trh. Keďže BTC od začiatku roka stratil približne 27 %, investorský trend sa presunul najmä smerom k polovodičovým akciám, ktoré od začiatku roka vzrástli o 200 až 300 %. Taktiež nové IPO spoločností, ako SpaceX, Anthropic alebo OpenAI, prilákali rizikový kapitál, ktorý by sa za bežných okolností mohol nachádzať na kryptomenovom trhu. V neposlednom rade ovplyvňuje stav kryptotrhu aj zmena menového vývoja jednotlivých centrálnych bánk, ktoré opätovne zvyšujú úrokové sadzby v reakcii na rastúcu importovanú infláciu. To opäť spôsobuje výpredaj rizikových aktív. Všetky tieto faktory prispeli k tomu, že sa BTC dnes nachádza na úrovniach okolo 60- až 65-tisíc USD.



Keď sa však pozrieme na situáciu BTC z pohľadu niektorých technických a čiastočne

fundamentálnych ukazovateľov, BTC sa javí ako relatívne lacný v porovnaní s minulosťou. Keďže BTC nemá peňažný tok, jeho relatívna vysoká a nízka cena sa odvíja najmä od historického vývoja. Jedným z ukazovateľov je cena BTC z pohľadu 200-týždňového kĺzavého priemeru. Cena BTC sa aktuálne približuje k svojmu kĺzavému priemeru, čo naznačuje výrazný výpredaj na BTC a môže signalizovať dno cyklu. Podobný vývoj možno vidieť aj pri realizovanej cene BTC presunutého medzi adresami, ktorá je aktuálne na úrovni okolo 53-tisíc USD. Historicky sa viackrát ukázalo, že keď cena BTC prerazila túto hranicu, značilo to dno cyklu. Aktuálne to naznačuje aj ukazovateľ Multiplikátor ťažiarov (Puell Multiple), ktorý signalizuje ťažšie obdobie pre ťažiarov v sieti BTC. Rovnako aj index strachu a chamtivosti od začiatku roka poukazuje na pretrvávajúci sentiment strachu na trhu s BTC.

Vývoj ceny BTC v nasledujúcom období je ťažké predikovať. Predikcie sa však pri rôznych zdrojoch líšia. Zatiaľ čo britská banka Standard Chartered očakáva návrat BTC na 100-tisíc USD do konca roka 2026, predikčné trhy ako Kalshi hovoria o približne 80 % pravdepodobnosti, že sa BTC v priebehu roka 2026 prepadne ešte pod hranicu 60-tisíc USD. Na platforme Polymarket zasa do konca roka 2026 verí v dosiahnutie nového historického maxima BTC iba približne 6 % obchodníkov. (mmm)

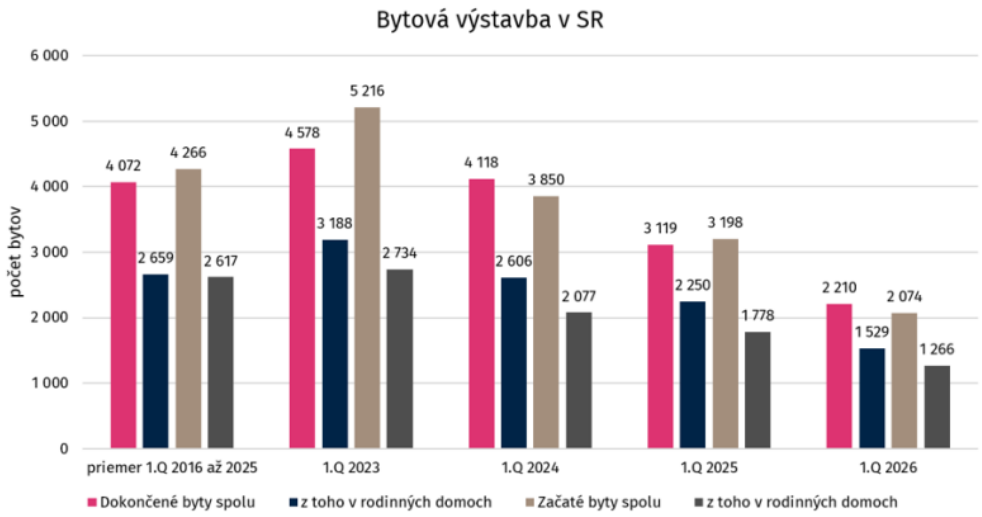
Téma prázdnych bytov na Slovensku

Nedávno NBS identifikovala narastajúci trend tzv. málo využívaných bytov, pričom ako kritérium určila ročnú spotrebu elektrickej energie pod 400 kWh. Pomocou tohto kritéria zistila, že v rámci okresov Bratislava I až Bratislava V stúpol počet takto definovaných bytov za posledných päť rokov z 23-tisíc na takmer 28-tisíc jednotiek. Nevyužité byty tvoria v Bratislave približne 11 % celkového bytového fondu, zatiaľ čo v Košiciach tento podiel dosahuje až 15 %. V ostatných mestách sa tento podiel pohybuje približne na úrovni 8 – 12 %. K nedostupnosti bývania prispievajú aj regionálne rozdiely. Banská Bystrica spolu s Bratislavou a Košicami patrí medzi TOP 10 najmenej dostupných miest v širšom regióne. V Banskej Bystrici je na kúpu bytu potrebných až 19 ročných platov, zatiaľ čo v Bratislave a Košiciach sa tento pomer pohybuje na úrovni 11 – 15 ročných platov. Dôležitým faktorom pri cenotvorbe bytov je aj ekonomická sila regiónu a dopyt po bytoch v danom území, čo vytvára výrazné regionálne rozdiely.

Zatiaľ čo v Bratislave stojí 50 m² byt viac ako 200-tisíc eur, v Rožňave je to približne 80-tisíc eur,

v Sobranciach 50-tisíc eur a v Čiernej nad Tisou len približne 25-tisíc eur.

Analýza NBS poukázala aj na to, že počet bytov na 1 000 obyvateľov za posledných 20 rokov vzrástol o 20 %, no dostupnosť bývania sa nezlepšila. Hoci multivlastníctvo rastie, ponuka bytov na prenájom v Bratislave stagnuje alebo klesá, čo môže naznačovať, že časť nakupovaných bytov slúži len ako aktívum na uchovanie hodnoty. Ak do toho zarátame aj vývoj bytovej výstavby v posledných rokoch, môžeme pozorovať klesajúci trend od konca roka 2023. V porovnaní s priemernou výstavbou bytov za obdobie rokov 2016 – 2025, keď sa na Slovensku dokončilo približne 4 072 bytov a začalo stavať približne 4 266 bytov, sa v roku 2026 dokončilo len okolo 2 210 bytov a začalo stavať len 2 074 bytov. Najkritickejšia situácia je v Bratislavskom kraji, kde počet začatých bytov klesol oproti dlhodobému priemeru až o 69,6 %. Jediným regiónom, v ktorom začatá výstavba v porovnaní s priemerom rástla, bol Nitriansky kraj, a to približne o 6 %.



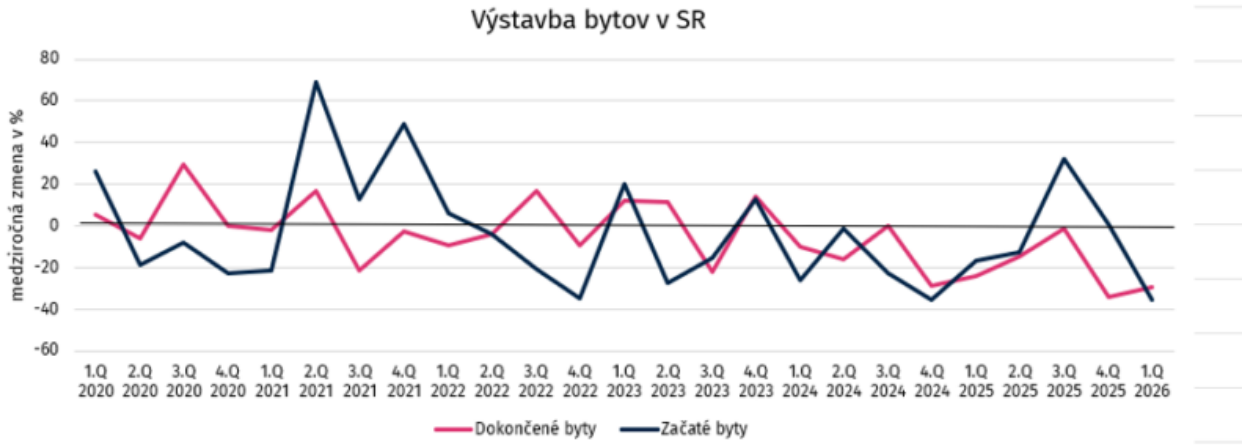
Zdroj: Štatistický úrad SR

NBS ďalej zistila na základe dát z katastra za rok 2025, že kupujúci prvej nehnuteľnosti tvoria len približne 45 %. Zvyšných 55 % tvoria osoby, ktoré už aspoň jednu nehnuteľnosť vlastnia, pričom 16 % úverov smeruje ku klientom vlastniacim tri a viac nehnuteľností. NBS vyhodnotila investičný dopyt ako rizikový faktor, ktorý môže čiastočne nafukovať ceny bytov.

Preto NBS pristúpila k rozhodnutiu zmeniť LTV. Táto zmena je navrhnutá s účinnosťou od 1. januára 2027. Sprísnenie sa týka investorov, keďže pri nákupe tretej a každej ďalšej rezidenčnej nehnuteľnosti sa limit LTV znižuje z 80 % na 70 %. Pre prvokupujúcich a žiadateľov do 35 rokov sa pri prvom bývaní limit LTV zvyšuje z 80 % na 90 %. Cieľom je odbúrať bariéru chýbajúcich úspor, ktorá je pri súčasných cenách hlavnou prekážkou vstupu mladých rodín na trh. Pre

ostatné kategórie zostáva základný limit LTV na úrovni 80 %.

Dopad na celkový rast úverov sa odhaduje na úrovni približne 1 % alebo menej. Samotná regulácia LTV však problém prázdnych bytov nevyrieši, pretože až 75 % zmien vlastníctva v roku 2025 prebehlo bez hypotéky, teda prostredníctvom hotovosti, dedenia alebo darovania. Preto v diskusii prebieha aj debata o vyššom zdanení investičných nehnuteľností, ktoré by sa mali presunúť na trh prenájmu. Vyššie dane sa však môžu preniesť do celkovej cenotvorby nehnuteľností, čo môže opätovne viesť k rastu cien bytov, a tým ešte viac zhoršiť ich dostupnosť.



Zdroj: Štatistický úrad SR

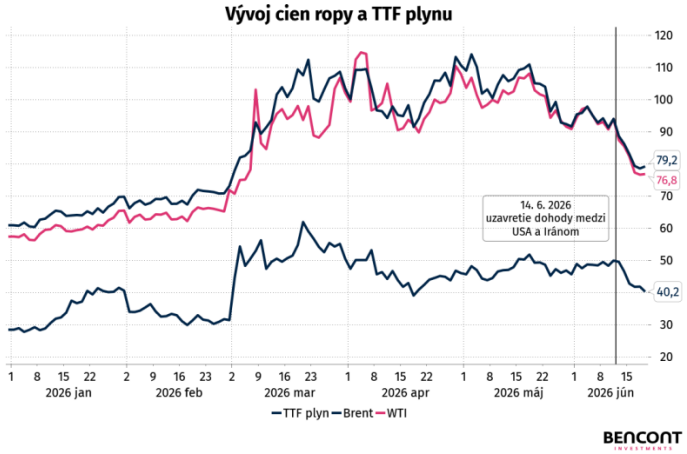
Ďalšou nevýhodou snahy zmeniť situáciu na trhu nehnuteľností prostredníctvom úpravy LTV je skutočnosť, že táto zmena sa dotkne len približne 7 % celkového objemu hypoték. To znamená, že jej schopnosť výraznejšie ochladiť rast cien nehnuteľností, ktorý je poháňaný najmä hotovostnými investormi, je pomerne nízka. Kritici tejto zmeny upozorňujú, že sprísnenie LTV pre investičný dopyt môže dokonca viesť k zníženiu dostupnosti nájomného bývania. Títo investori totiž často využívajú finančnú páku a sú motivovaní prenajímať svoje byty, aby pokryli splátky úverov, čím prispievajú k rozširovaniu ponuky nájomného bývania. Ak však dôjde k obmedzeniu ich prístupu k financovaniu, rast segmentu nájomného bývania sa môže dočasne spomaliť. Slovensko má zároveň stále veľmi vysoký podiel vlastníckeho bývania. Podiel domácností bývajúcich vo vlastnej nehnuteľnosti presahuje 90 %, čo je výrazne viac ako priemer Európskej únie na úrovni približne 70 %. To vytvára špecifický a v mnohých ohľadoch unikátny trh s nehnuteľnosťami.

Ak k tomu pripočítame aj pomalý proces získavania stavebných povolení, situácia sa ešte viac komplikuje. Na Slovensku trvá získanie stavebného povolenia v priemere približne 300 dní, zatiaľ čo v Poľsku len okolo 137 dní. Táto neistota a časová náročnosť zvyšujú kapitálové náklady developerov, čo následne znižuje ziskovosť developerských projektov. Taktiež lokálny odpor voči novej výstavbe dokáže oddialiť realizáciu developerského projektu o ďalší jeden až dva

roky. Napríklad aj napriek tomu, že Bratislava disponuje územnými rezervami vhodnými na budúcu výstavbu, ich premena na stavebné parcely naráža na zastarané územné plány a environmentálne záťaže. Ak sa navyše developerské projekty nachádzajú v období zvýšených úrokových sadzieb, čo môžeme pozorovať aj v súčasnosti, tempo bytovej výstavby sa môže dočasne výrazne spomaliť. V dôsledku toho sa dostupnosť bývania naďalej zhoršuje a tlak na rast cien nehnuteľností pretrváva. (mmm)

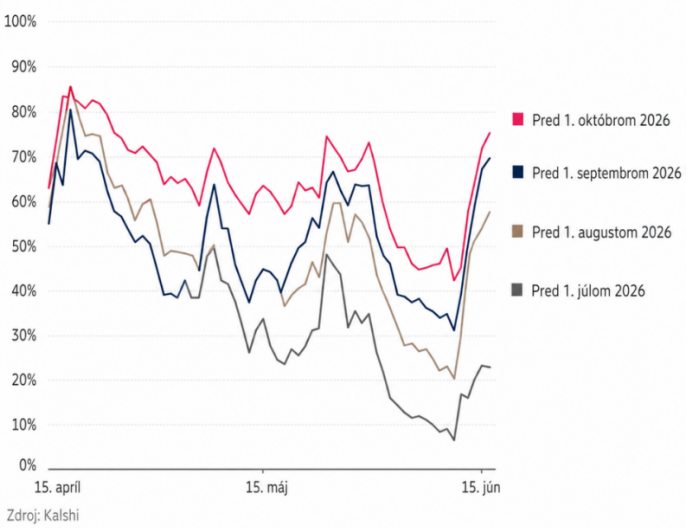
Znovuotvorenie Hormuzského prielivu a jeho vplyv na ceny ropy

V nedeľu 14. júna došlo k dohode medzi USA a Iránom, ktorej cieľom je ukončiť konflikt medzi týmito krajinami. Ten vypukol 28. februára 2026 a trvá už tri a pol mesiaca. Tento konflikt vyvolal globálny rast cien komodít v dôsledku uzavretia kľúčovej obchodnej trasy nazývanej Hormuzský prieliv. Samotná dohoda sa však dotýka bodov, ktoré môžeme pri hlbšom skúmaní stále označiť za neisté. Dohoda spočíva v zastavení priamych bojov, pričom sa obe strany zaviazali k minimálne 60-dňovému prímeriu. Druhým bodom je otvorenie Hormuzského prielivu a ukončenie blokády zo strany USA. Hoci v týchto otázkach panuje zhoda, ďalšie body, ako iránsky jadrový program, správa Hormuzského prielivu, odblokovanie iránskych aktív či iránsky raketový program, zostávajú nateraz nezodpovedané. V reakcii na tento pozitívny vývoj ceny komodít klesli. Cena ropy Brent počas pondelkového obchodovania oslabila o takmer 5 % a uzavrela na úrovni 83,07 USD za barel, zatiaľ čo ropa WTI zaznamenala podobný pokles a skončila na hodnote 80,38 USD. V prípade európskeho plynu TTF predstavoval prepad 6,44 % na 43,78 €/MWh. Vzhľadom na otvorenie Hormuzského prielivu sa preto naskytá otázka: má už cena ropy a ostatných komodít to najhoršie za sebou, alebo sa situácia opäť zhorší?

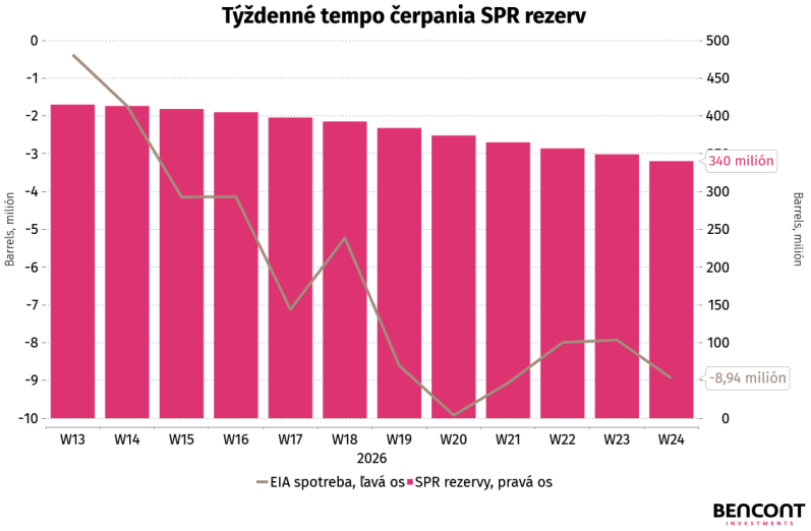


Paradox prázdnych zásob

Hoci znovuotvorenie prielivu dáva nádej na zníženie cien ropy a s tým spojené poľavenie inflačných tlakov, situácia sa počas jeho uzávery stala oveľa kritickejšou, než sa na prvý pohľad zdá. Cez Hormuzský prieliv pred konfliktom prechádzalo približne 20 % svetovej produkcie ropy pri celkovom dennom objeme 100 miliónov barelov denne (MBOEd). Výpadok tak dosiahol 20 MBOEd, pričom bol do značnej miery kompenzovaný presmerovaním obchodných ciest cez Červené more. Týmto spôsobom sa podarilo odkloniť približne 7 MBOEd, no svetová ponuka ropy aj tak klesla o 13 miliónov barelov denne. Tento deficit štáty čiastočne vykrývali uvoľňovaním strategických ropných rezerv (SPR) a podniky zas čerpaním svojich komerčných zásob. Keďže konflikt trval približne 110 dní, svet za toto obdobie prišiel o 1,43 miliardy barelov ropy (MMBOE). Ceny ropy síce vyskočili k maximám na úrovni 120 USD za barel, no situácia by bola výrazne horšia, keby vlády nezačali koordinovane uvoľňovať štátne rezervy. Medzinárodná energetická agentúra (IEA) hneď na začiatku konfliktu oznámila uvoľnenie viac ako 400 miliónov barelov ropy. V prípade USA sa objem SPR odhaduje na 349 miliónov barelov, pričom týždenne z nich ubúda približne 7,5 milióna barelov. Kritická hranica, ktorá už predstavuje bezpečnostné riziko, sa nachádza v pásme 300 miliónov barelov. Pri súčasnom tempe čerpania dokážu USA túto úroveň dosiahnuť za zhruba 6 týždňov. Plné obnovenie prevádzky v prielive sa pritom očakáva až o niekoľko mesiacov, takže samotné otvorenie Hormuzu neznamená okamžitý návrat fyzickej ropy na trh. Podľa predikčného trhu Kalshi dosahuje šanca na uvedenie prielivu do normálneho stavu k 1. augustu len 57 %, k 1. septembru stúpa na 70 % a k 1. októbru na 75 %.



Normálny stav však neznamená stav pred konfliktom. Medzinárodný menový fond (MMF) definuje normálny stav ako sedemdňový priemer, počas ktorého cez prieliv prejde viac ako 60 lodí denne, pričom pred konfliktom to bolo približne 100 až 150 plavidiel. Vojnou poškodená infraštruktúra sa navyše bude musieť po znovuotvorení opraviť. Očakáva sa, že produkcia ropy sa vráti na 70 % kapacity do troch mesiacov a na 90 % približne do pol roka. V dôsledku toho svet počas prvých troch mesiacov stratí približne 4,2 milióna barelov denne (MBOEd) a počas nasledujúcich troch mesiacov ďalších 1,2 MBOEd, vyplýva z odhadov spoločnosti Shell. Ako sme už spomínali, svet za obdobie konfliktu prišiel o produkciu vo výške približne 1,43 miliardy barelov (MMBOE). Túto stratu bude musieť trh niekde nahradiť, či už z dôvodu dopĺňania štátnych strategických, alebo komerčných rezerv. Ak by globálna ponuka ropy vzrástla o 1 MBOEd na celkových 101 MBOEd, tento deficit sa podarí vymazať až za približne štyri roky. Globálna ponuka sa však nedá navyšovať rýchlo, a to z viacerých príčin. Na jednej strane je to obmedzená kapacita infraštruktúry, kvôli ktorej ropné spoločnosti nemôžu len tak zo dňa na deň vyťažiť viac barelov. Druhý dôvod súvisí s cenovou stabilitou, ak by bola ponuka na trhu príliš vysoká, ceny ropy by klesli natoľko, že by to začalo ohrozovať samotných producentov, ktorých jednotkové náklady na barel by prevýšili jeho trhovú cenu. Problém Hormuzského prielivu navyše stále nie je vyriešený z hľadiska mýtneho systému, ktorý by mali podľa všetkého kontrolovať Omán s Iránom. V tejto súvislosti sa hovorí o poplatkoch za prejazd vo výške okolo jedného milióna USD, pričom niektoré zdroje spomínajú až dva milióny USD. Ak by v Hormuze panovali takéto ekonomické podmienky, globálna cena ropy by sa ocitla pod ďalším tlakom. Prekážkou sú totiž samotní prepravcovia a ich obchodný model. Ekonomika prepravných spoločností funguje podobne ako u taxikárov, nie je dôležité len to, koľko nákladu veziete, ale najmä aká dlhá je vaša trasa a aké vysoké sú vaše náklady. Ak sú napríklad príjmy prepravcu približne 8 miliónov USD a jeho operatívne náklady dosahujú 60 %, dodatočný miliónový poplatok za mýto by odčerpal z jeho zisku pred zdanením približne 31 %. Táto situácia môže ohroziť nízkomaržových prepravcov ropy v tomto regióne, čo by v dlhodobom horizonte tlačilo ceny suroviny nahor. Problém prielivu sa pritom netýka iba surovej ropy, výpadok zasahuje aj trh s rafinovanými produktmi, ako sú nafta, letecké palivo či benzín. Európa patrí k významným odberateľom ropných produktov z rafinérií v Perzskom zálive. Tento výpadok momentálne kompenzuje presmerovaním objednávok k americkým rafinériám, ktoré zvyšujú svoju orientáciu na naftu a letecké palivá, aby pokryli nový dopyt. V prípade skvapalneného zemného plynu (LNG) prechádza cez Hormuz takisto približne 20 % svetovej produkcie. Jeho nedostatok sa na trhu prejavil, no spomínaných 20 % tvorí len približne 3 % z celkového globálneho trhu s plynom. LNG bolo na začiatku konfliktu vo väčšom prebytku než ropa, no hoci je jeho výpadok citeľný, niektoré krajiny, najmä v Japonsku, Južnej Kórei a Číne, sa preň radšej presúvajú späť k uhliu.

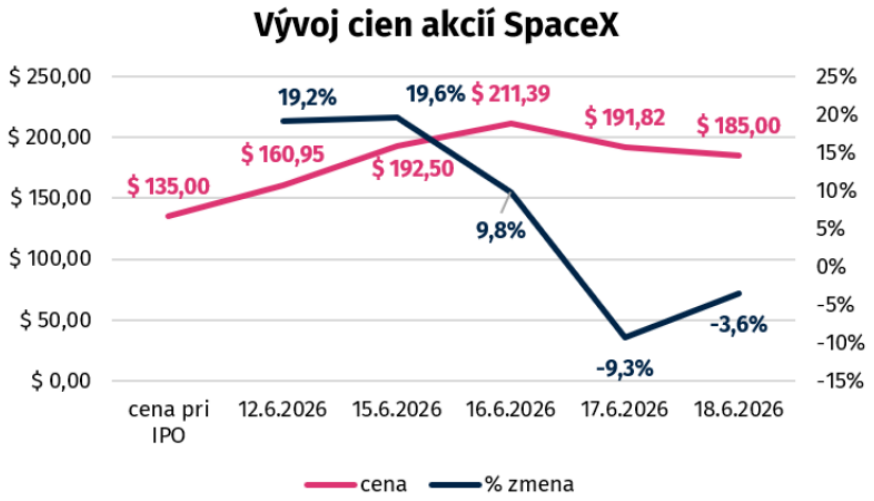


Záver

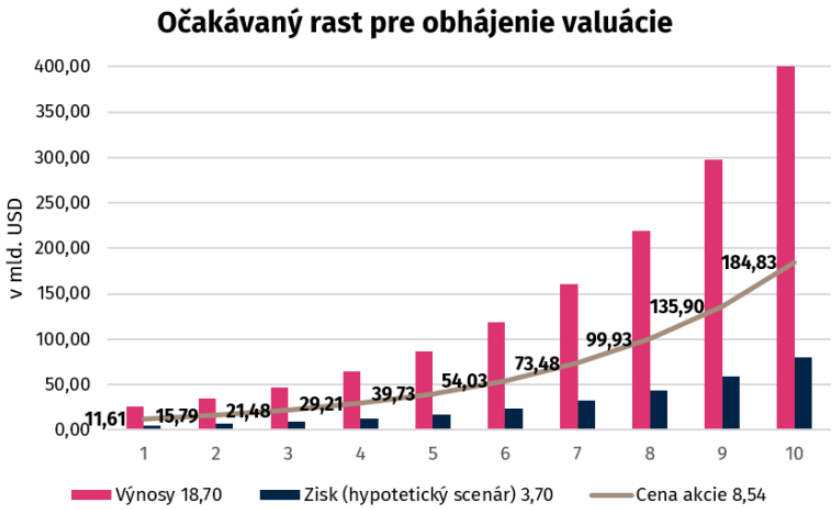
Niektoré nadnárodné ropné spoločnosti modelujú scenáre, v ktorých by cena ropy mohla vzrásť až na 150 USD za barel. Tieto prognózy pritom zahŕňajú všetky spomínané premenné. Hoci sa zdá, že situácia na Blízkom východe sa vyriešila, časová postupnosť krokov už neumožňuje rýchly návrat cien na predvojnovú úroveň. Kľúčovým problémom totiž nie je samotné otvorenie Hormuzského prielivu, ale práve časový nesúlad. Strategické rezervy sa môžu dostať na kritické hranice skôr, než sa plne obnoví fyzická ponuka na trhu. Následne bude potrebné doplniť viac než miliardovú dieru v zásobách. To znamená, že trh môže najskôr čeliť akútnemu nedostatku fyzickej ropy a neskôr zvýšenému dopytu vyvolanému dopĺňaním rezerv. Práve preto sa netreba spoliehať na to, že doterajšie inflačné tlaky sú zanedbateľné a inflácia automaticky klesne na predvojnové hodnoty. Ropné spoločnosti zároveň spomínajú, že extrémne vysoké ceny by mohli viesť k takzvanej deštrukcii dopytu. Ropa by bola natoľko drahá, že by spotreba začala prudko klesať, čo by následne tlačilo ceny prirodzene nadol. Takýto scenár by najviac zasiahol energeticky náročné odvetvia, ako sú chemický a petrochemický priemysel, letecká doprava, potravinárstvo, poľnohospodárstvo, logistika, automobilový sektor, priemyselná výroba a rozvíjajúce sa trhy. Ak by však vysoké ceny vyvolali recesiu alebo prudký pokles spotreby, trh by sa mohol neskôr preklopiť do opačného extrému a ceny by po období prudkého rastu výrazne padli. To by zasiahlo najmä producentov s vyššími jednotkovými nákladmi. Ak teda odhliadneme od momentálnej eufórie na globálnych trhoch, ktoré na dohodu medzi USA a Iránom reagujú pozitívne, a budeme predpokladať, že sa situácia bude už len zlepšovať, fakty jednoznačne hrajú v prospech vyšších cien ropy v nasledujúcom období. Na týchto úrovniach sa komodita môže udržať rok alebo aj niekoľko rokov v závislosti od širšieho ekonomického vývoja vo svete. Z takejto situácie budú výrazne profitovať ropné spoločnosti, ktoré dosiahnu vysokú ziskovosť a vygenerujú masívny objem hotovosti v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi. (mš)

IPO SpaceX

V piatok 12. júna 2026 vstúpila spoločnosť SpaceX oficiálne na burzu Nasdaq a stala sa tak verejne obchodovateľnou spoločnosťou. Cena za jednu akciu bola pri tejto prvotnej verejnej ponuke (IPO) stanovená na 135 USD. Pri celkovom objeme 555 miliónov ponúkaných akcií mala firma od investorov získať 75 miliárd USD. Počas prvého dňa obchodovania sa cena akcie vyšplhala o približne 19 % nad upisovaciu hodnotu, vďaka čomu celková trhová kapitalizácia spoločnosti hneď v úvode vzrástla na 2,1 bilióna USD.



Najväčším paradoxom tohto burzového debutu je jeho ocenenie, ktoré SpaceX zaradilo priamo za spoločnosť Amazon. Na rozdiel od Amazonu, ktorý generuje tržby na úrovni 740 miliárd USD, však SpaceX dosahuje tržby vo výške len 18,7 miliardy USD. Pri posudzovaní hospodárenia spoločnosti je dôležité zamerať sa aj na jej ziskovosť, keďže vo fiškálnom roku 2025 zaznamenala stratu približne 4,9 miliardy USD. Počiatočný dopyt po akciách SpaceX bol pritom výrazne vyšší, než sa očakávalo. Drobní investori vygenerovali dopyt v objeme približne 100 miliárd USD, pričom samotný SpaceX im vyčlenil až okolo 30 % z celkového ponúkaného objemu akcií. Pri bežných IPO sa pritom retailovým investorom zvyčajne alokuje iba 5 až 10 %. Inštitucionálni investori takisto ponúkli viac ako 10 miliárd USD v hotovosti a do upisovania sa zapojili aj správcovia pasívnych ETF fondov. Celkovo sa odhaduje, že celkový dopyt po akciách SpaceX dosiahol približne 250 miliárd USD, čo predstavuje 3,3-násobok ponuky pri stanovenej cene.



Ak sa pozrieme na ocenenie spoločnosti, len ťažko môžeme vychádzať zo súčasných hospodárskych výsledkov, keďže firma generuje stratu. V našom scenári preto budeme predpokladať, že SpaceX získa pozíciu dominantného hráča s monopolným postavením a dosiahne čistú ziskovú maržu 20 %. Ak by sme sa držali tohto predpokladu, pomer ceny k zisku by pri cene z IPO predstavoval približne 469-násobok. V prípade, že by sme spoločnosť ocenili rovnakým násobkom, akým trh momentálne oceňuje Amazon, teda na úrovni 30-násobku ziskov , cena akcie SpaceX by musela klesnúť až o 95 %, aby bola z pohľadu tohto ukazovateľa rovnako atraktívna. Preto sa vyskytuje otázka, prečo je SpaceX ohodnotený tak vysoko. Jeho ocenenie závisí od niekoľkých premenných, pričom prvou z nich je takzvaná „Musk prémia“. Druhým predpokladom je, že SpaceX zaznamená v najbližších rokoch raketový rast, čím svoju valuáciu obháji. Ak by sme opäť počítali s tým, že súčasná trhová cena 185 USD za akciu by mala zodpovedať 30-násobku ziskov pri 20-percentnej ziskovej marži, čistý zisk spoločnosti by musel dosiahnuť až 80 miliárd USD. Ak vyjdeme z hypotetického scenára, v ktorom by SpaceX pri 20 % marži zarábal z dnešných tržieb 3,74 miliardy USD, ročné tempo rastu zisku by počas nasledujúcich 10 rokov muselo predstavovať približne 36 %. V takomto prípade by však SpaceX musel vykazovať stabilnú ziskovosť a nemohol by riediť podiely existujúcich akcionárov vydávaním nových akcií. Riedenie vlastného kapitálu je pritom oveľa pravdepodobnejšie, než sa zdá. Spoločnosti, ktoré nedosahujú kladný voľný peňažný tok, totiž musia svoju stratu financovať buď zvyšovaním dlhu, alebo práve emitovaním nových akcií. Ďalšou rizikovou premennou je postupné predávanie podielov zo strany doterajších akcionárov SpaceX po uplynutí viazanosti v nasledujúcich mesiacoch. V súčasnosti je na trhu približne 555 miliónov voľne obchodovateľných akcií, pričom celkový objem emitovaných akcií sa pohybuje okolo 13 miliárd. Dátumy exspirácie týchto obmedzení uvádzame nižšie:

Dátum	Spúšťač	% exspirácie
koniec júla/začiatok augsta	Q2 výsledky	20%
ten istý dátum	Ak bude cena >30 % IPO približne 5 z 10 dní	10% (podmienené)
20.8.2026	70 dní po IPO	7%
9.9.2026	90 dní	7%
24.9.2026	105 dní	7%
9.10.2026	120 dní	7%
24.10.2026	135 dní	7%
koniec októbra/začiatok novembra	Q3 výsledky	28%
8.12.2026	180 dní-plná expirácia	všetko ostatné

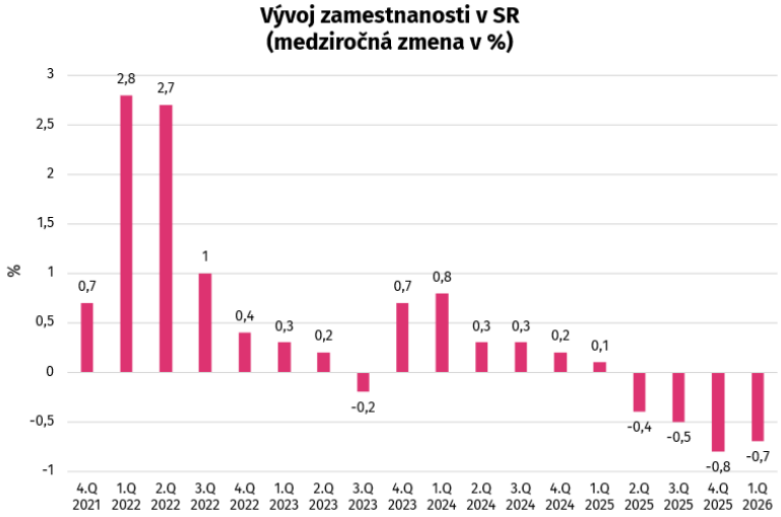
Záver

Spoločnosť SpaceX pred vstupom na burzu zverejnila ambiciózne plány, ktorých súčasťou je ťažba surovín z asteroidov, osídlenie Marsu, vybudovanie orbitálnych dátových centier či rozvoj Starlinku ako globálnej infraštruktúry. Jedným z nich je aj celkový adresovateľný trh (TAM), ktorý SpaceX vyčíslil na neuveriteľných 28,5 bilióna USD, čo je takmer tak isto veľké ako samotné HDP USA. Mnohé z týchto zámerov však narážajú na technologickú a ekonomickú realitu. Príkladom je satelitný internet Starlink, ktorý síce funguje výborne vo vidieckych oblastiach, no jeho celková kapacita v hustejšie obývaných uzloch je fyzikálne obmedzená. Rovnako aj snaha presadiť sa v komoditnom prostredí dátových centier a prevádzky veľkých jazykových modelov (LLM) naráža na tvrdú konkurenciu. V oblasti financovania totiž SpaceX súperí s technologickými gigantmi ako Alphabet, Amazon, Meta či Microsoft, ktoré ročne generujú desiatky miliárd dolárov voľného peňažného toku. Jednou z mála skutočných konkurenčných výhod, z ktorých by firme mohli plynúť monopolné zisky, sú tak projekty spojené s raketou Starship a dobývaním vesmíru. Celkový obchodný model spoločnosti je však kapitálovo extrémne náročný a plne závislý od masívnych investícií, na ktoré bude musieť firma neustále získavať novú hotovosť. (mš)

Zamestnanosť na Slovensku v 1. štvrťroku 2026: Pokles vo výrobe, rast v službách

Slovenský trh práce vstúpil do roka 2026 pokračujúcim poklesom. V 1. štvrťroku 2026 pracovalo viac ako 2,585 milióna osôb vo veku od 15 do 89 rokov, čo predstavovalo medziročný pokles o necelé 1 %, teda o 19-tisíc pracujúcich. Zamestnanosť tak klesla už štvrtý štvrťrok po sebe. Ide o údaje získané prostredníctvom novej metodiky, ktorá ako zamestnaných vníma osoby vo veku

od 15 do 89 rokov vykonávajúce v sledovanom týždni aspoň 1 hodinu prácu za mzdu, plat alebo iný druh odmeny alebo prácu za účelom dosiahnutia zisku.



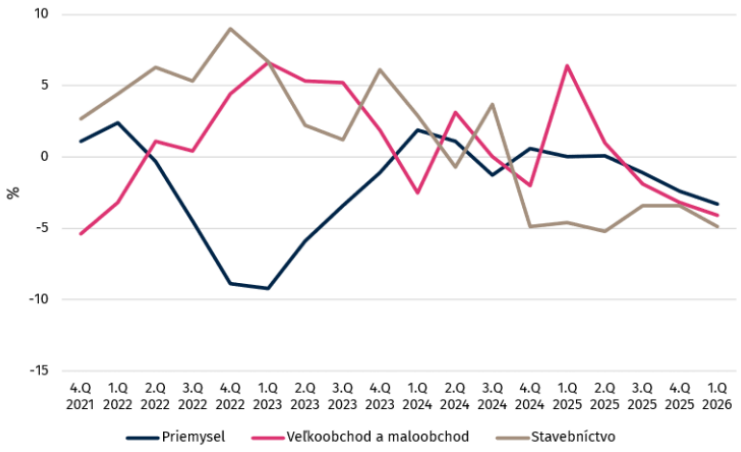
Najvýraznejšie problémy v otázke zamestnanosti naďalej pretrvávajú vo výrobných odvetviach. V priemysle, stavebníctve a poľnohospodárstve pracovalo spolu 935-tisíc osôb, pričom zamestnanosť v týchto sektoroch medziročne klesla o 3 %, teda takmer o 29-tisíc pracujúcich. Samotný priemysel, ktorý zostáva najväčším zamestnávateľom v slovenskej ekonomike, prišiel o viac ako 21-tisíc pracovníkov (-3,3 % medziročne) a zamestnával 623-tisíc osôb. Výrazný pokles zaznamenalo aj stavebníctvo, kde ubudlo 12,6-tisíca pracovníkov (-4,9 % medziročne). Dôvodom danej situácie môže byť stagnácia priemyslu Slovenska (rast nákladov v Q1 2026 o 3 % medziročne a slabšie hospodárske výsledky) aj priemyslu našich obchodných partnerov. Vzhľadom na fakt, že Slovenská ekonomika patrí medzi najotvorenejšie ekonomiky Európskej únie a export dlhodobo tvorí viac ako 90 % jej HDP, zamestnanosť v priemysle je výrazne závislá od vývoja dopytu na zahraničných trhoch. V 1. štvrťroku 2026 priemyselná produkcia v eurozóne medziročne klesla o 1,2 % a v Nemecku, ktoré je najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska a odoberá približne pätinu slovenského exportu, o 1 %. Slabší výkon európskeho priemyslu sa následne prejavil aj v poklese slovenského zahraničného obchodu – hodnota exportu za prvý štvrťrok dosiahla 27,9 mld. EUR, čo predstavovalo medziročný pokles o 0,6 %.

Pokles zamestnanosti nebol obmedzený len na výrobné odvetvia. Menej pracovníkov evidoval aj veľkoobchod a maloobchod (-13,8 tisíca osôb), ktorý je druhým najväčším zamestnávateľským odvetvím v krajine, a následne i doprava a skladovanie (-6,9 tisíca osôb) či ubytovacie a stravovacie služby (-3,9 tisíca osôb). V prípade dopravy a skladovania mohol úbytok

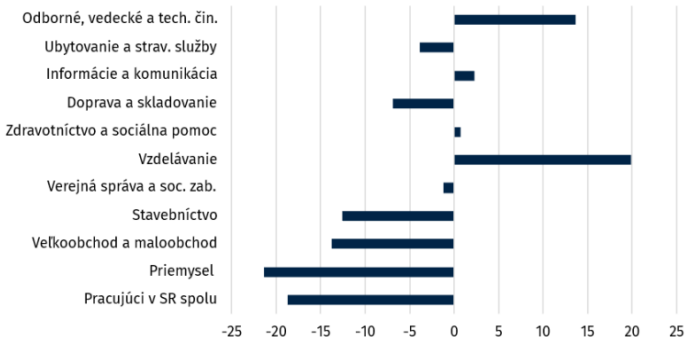
zamestnancov súvisieť aj so slabším výkonom exportne orientovaného priemyslu a miernym poklesom slovenského exportu v 1. štvrťroku 2026. Naopak, vo veľkoobchode, maloobchode a gastrosektore sa mohli prejaviť aj dlhodobejšie faktory, ako rast produktivity, digitalizácia, zmeny spotrebiteľského správania či rast prevádzkových nákladov.

Sektor služieb však naopak pokračoval v raste a čiastočne kompenzoval straty v iných odvetviach. Počet pracujúcich v službách sa zvýšil o 8-tisíc osôb (+0,5 % medziročne) na viac ako 1,6 milióna. Najvýraznejší prírastok zaznamenalo vzdelávanie, kde pribudlo takmer 20-tisíc pracovníkov (+9,5 % medziročne), a odborné, vedecké a technické činnosti s nárastom o 13,6-tisíca osôb (+14,1 % medziročne). Rast zamestnanosti pokračoval aj v administratívnych službách (+10,6 % medziročne).

Pracujúci u najväčších zamestnávateľov v SR (medziročná zmena v %)

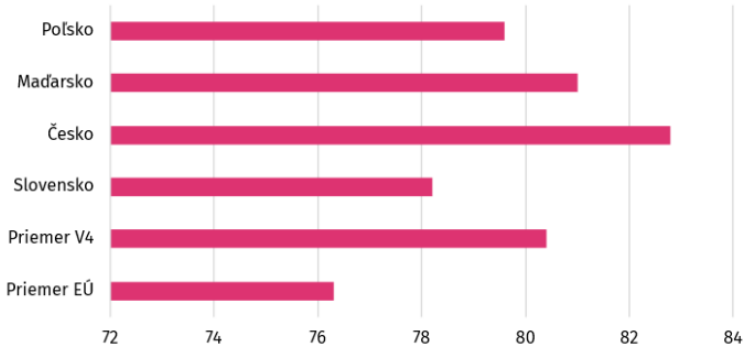


Najvýznamnejšie vplyvy na zamestnanosť v 1. štvrťroku 2026 (medziročná zmena v tis. pracujúcich)



Napriek uvedenému poklesu zostala miera zamestnanosti (15-89 rokov) na vysokej úrovni 77,8 % a znížila sa len mierne o 0,1 percentuálneho bodu. Pokiaľ však hodnotíme mieru zamestnanosti podľa najčastejšie používaného rozmedzia EÚ (ľudia vo veku od 20 do 64 rokov), jedná sa o 78,2 %. Ide o poznateľne vyššiu hodnotu ako priemer Európskej únie (76,3 %). Za našimi najbližšími susedmi z V4 ale zaostávame v priemere o 2,9 percentuálneho bodu.

Miera zamestnanosti ľudí od 20 do 64 rokov na Slovensku, EÚ a V4 (%)



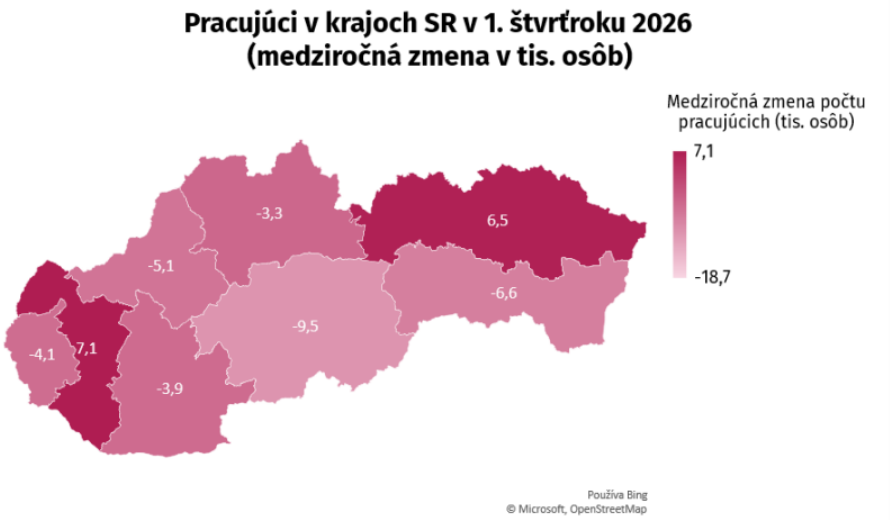
	Priemer EÚ	Priemer V4	Slovensko	Česko	Maďarsko	Poľsko
Miera zamestnanosti (%)	76,3	80,4	78,2	82,8	81	79,6

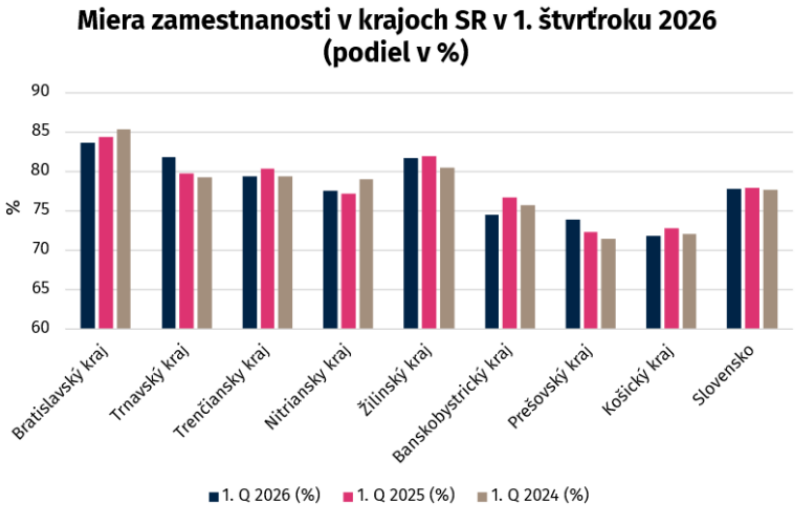
Záver

Vývoj zamestnanosti v 1. štvrťroku 2026 úzko súvisel so spomalením ekonomickej aktivity doma aj v zahraničí. HDP Slovenska síce na začiatku roka medziročne vzrástla o 0,9 %, tempo rastu však zostalo pod úrovňou 1 % už päť štvrťrokov po sebe. Rast hospodárstva bol podporený najmä spotrebou domácností, zatiaľ čo investičná aktivita zaznamenala pokles. Na vývoj trhu práce zároveň vplývala situácia v európskom priemysle, ktorý v posledných štvrťrokoch čelí slabšiemu zahraničnému dopytu, rastúcej konkurencie z Ázie, vysokým energetickým nákladom a transformácie smerom k elektromobilite. Následkom je pretrvávajúci útlm výrobných odvetví a zahraničného obchodu, ktorý sa na exportne-orientovanom Slovensku prejavil už ôsmy štvrťrok po sebe a najvýraznejšie zasiahol priemysel a stavebníctvo. Slabší ekonomický rast a nižšia aktivita podnikov tak prirodzene znižujú potrebu prijímať nových zamestnancov a v niektorých prípadoch vedú aj k redukcii pracovných miest.

Dlhodobejším dôsledkom tohto vývoja môže byť postupná zmena štruktúry slovenského trhu práce. Kým tradičné výrobné a obchodné odvetvia prišli medziročne o desaťtisíce pracovných

miest, zamestnanosť rástla najmä vo vzdelávaní, odborných, vedeckých a technických činnostiach či administratívnych službách. Trh práce tak naznačuje postupný presun časti pracovnej sily z výrobných a obchodných odvetví do sektora služieb. Rozdielne možnosti v tvorbe pracovných miest v službách a ďalších odvetviach ekonomiky sa však ukázali aj v nerovnomernom regionálnom vývoji zamestnanosti. Zamestnanosť medziročne klesla v šiestich z ôsmich krajov Slovenska, pričom najvýraznejší pokles zaznamenal Banskobystrický kraj, kde ubudlo 9,5-tisíca pracujúcich (-3,3 % medziročne). V kraji pracovalo 281-tisíc osôb, čo bolo najmenej za posledné štyri roky. Naopak, Trnavský kraj získal 7,1-tisíca pracujúcich (+ 2,5 % medziročne) – síce sa jedná o jeden z krajov s najvyšším podielom zamestnanosti v priemysle, k rastu pravdepodobne prispela silná ekonomická základňa kraja, vysoká koncentrácia priemyselných investícií, rozvinutý logistický sektor a blízkosť Bratislavy, ktorá vytvára dodatočné pracovné príležitosti. Pozitívny vývoj zaznamenal aj Prešovský kraj, ktorý patrí medzi kraje s najnižším podielom zamestnanosti v priemysle, kde pribudlo 6,5-tisíca pracujúcich a ich počet dosiahol historické maximum takmer 360-tisíc osôb. Rozdielny vývoj medzi krajmi naznačuje, že regionálna zamestnanosť už nie je ovplyvňovaná výlučne situáciou v priemysle a obchode, ale čoraz viac aj schopnosťou jednotlivých regiónov vytvárať pracovné miesta v širšom spektre ekonomických činností. Naopak, kraje s menšou ekonomickou diverzifikáciou a vyššou závislosťou od tradičných odvetví zostávajú citlivejšie na spomaľovanie priemyslu a exportu. (vv)





Autori:
Analytici:
Ján Vražda (vrazda@bencont.sk)
Zdenko Lauko (lauko@bencont.sk)
Martin Maslan (maslan@bencont.sk)

Junior analytici:
Martin Vražda
Frederik Wiesner
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.