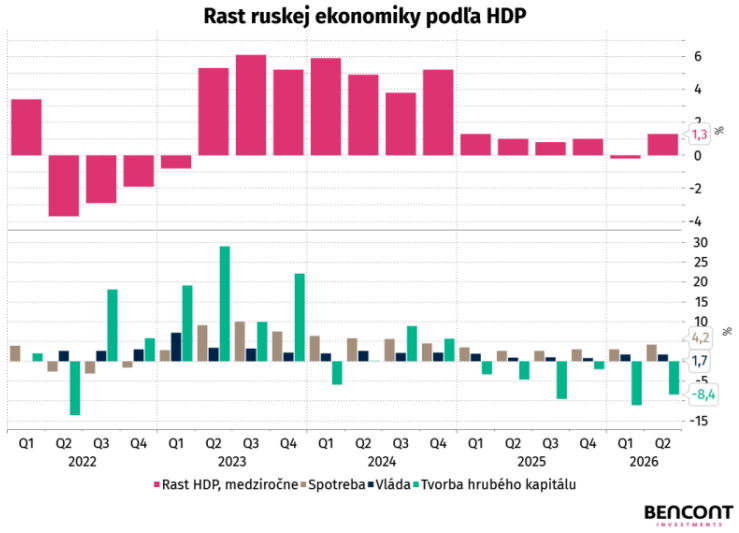
Ruská ekonomika po štyroch rokoch vojny

Ruská ekonomika sa po štyroch rokoch konfliktu výrazne zmenila a čelí štrukturálnym problémom, ktoré môžu pretrvávať aj po skončení vojny. Anthropic vstupuje na burzu s mimoriadnym rastom tržieb a plánovanou valuáciou 1,4 bilióna USD. Jeho budúcu ziskovosť však môžu ohroziť takmer biliónové infraštruktúrne záväzky a vysoká kapitálová náročnosť podnikania. Americký trh práce v októbri výrazne prekonal očakávania, no pretrvávajúce inflačné tlaky a stagnácia reálnych miezd zvyšujú neistotu pred decembrovým zasadnutím Fedu. Najväčší slovenský letecký dopravca končí. Čo stálo za jeho pádom? Venezuela láka ExxonMobil späť obrovskými zásobami ropy. Oplatí sa jej návrat? Ceny nehnuteľností na Slovensku pokračujú v silnom raste aj pri vyšších sadzbách



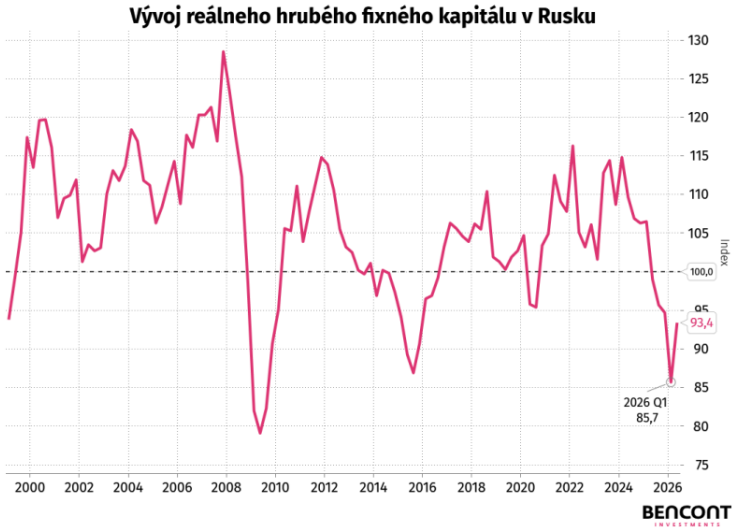
Po štyroch rokoch vojny na Ukrajine sa ruská ekonomika posunula od počiatočného prispôsobovania sa novým podmienkam a rastu podporovaného štátnymi výdavkami k čoraz výraznejším štrukturálnym problémom, prehrievaniu ekonomiky a náznakom stagflácie. Model tzv. „vojenského keynesianizmu“, masívnych vládnych kapitálových transferov do zbrojárskeho priemyslu a armády, vyčerpal dostupné kapacitné rezervy a má výrazný vytláčací účinok na civilnú ekonomiku.

Situáciu môžeme vidieť aj na vývoji HDP, kde po začiatočnom poklese HDP o -1,4 % v roku 2022 v dôsledku prvej vlny západných sankcií nasledovalo obdobie vysokých prírastkov HDP vo výške 4,1 % v roku 2023 a 4,9 % v roku 2024, ktoré bolo poháňané expanzívnymi rozpočtovými výdavkami na obranu. V roku 2025 však štrukturálne limity spôsobili prudké spomalenie tempa rastu reálneho HDP na 0,8 % až 1,3 % medziročne. Oficiálne aj medzinárodné predpovede na rok 2026 počítajú s faktickou stagnáciou na úrovni 0,4 % až 0,8 % medziročne. Hlavným limitom ekonomiky už nie je samotný prístup k likvidite, ale akútny nedostatok pracovnej sily, technológií a reálnych výrobných kapacít. Ďalšie zvyšovanie štátnych výdavkov v podmienkach plného využitia kapacít nevedie k nárastu fyzickej produkcie, ale k tvorbe inflácie.



Vojna na Ukrajine pretvorila štruktúru ruskej ekonomiky

Keď sa pozrieme na štruktúru investícií v rokoch 2021 až 2024, Rusko zaznamenalo reálny nárast hrubých fixných investícií o 37,9 %. Tento investičný boom bol však mimoriadne nerovnomerný, keďže takmer 60 % nominálneho prírastku tvorilo iba deväť vybraných odvetví, medzi ktoré patrili chemické megaprojekty, vojensko-priemyselný komplex, štátom podporované nehnuteľnosti či logistika. Od 2Q 2025 sa investície dostali do klesajúcej fázy, pričom za celý rok 2025 poklesli o 2,3 %. V prvom polroku 2026 sa štrukturálny pokles ešte prehĺbil, keď reálne fixné investície medziročne klesli o 6,6 až 14,3 %. Pokles zasiahol 14 z 18 hlavných priemyselných skupín. V spracovateľskom priemysle ako celku sa investície znížili o 13,5 %. Po vylúčení chemického priemyslu a vojensko-priemyselnej skupiny (zahŕňa kovovýrobu, optiku a elektroniku, drony či dopravné prostriedky), však reálny medziročný pokles investícií v nevojenskom spracovateľskom sektore dosiahol až 27 % v roku 2026.



Podobná zmena štruktúry ekonomiky je pozorovateľná nielen v tom, kam smerujú investície, ale aj v tom, čo konkrétne ekonomika vyrába. Tento vývoj možno sledovať prostredníctvom zmien indexov priemyselnej produkcie. V období od januára 2022 do novembra 2025 zaznamenali najvýraznejší rast predovšetkým odvetvia súvisiace s vojenskou výrobou. Najvýraznejší nárast, až o 386,8 %, zaznamenala výroba ostatných dopravných zariadení (zahŕňa napríklad vojenskú techniku či lode). Nasledovala výroba počítačových, elektronických a optických výrobkov s rastom o 314,9 % a výroba kovových výrobkov s nárastom o 177,2 % (zahŕňa súčiastky a produkty využívané pri výrobe zbraní).

Zatiaľ čo vojenský segment v krajine prosperuje, civilné odvetvia ustupujú do úzadia. Hoci v niektorých segmentoch, ako je odevný priemysel či oprava a inštalácia strojov, došlo k rastu presahujúcemu 70 %, je vysoko pravdepodobné, že aj v týchto odvetviach sa prejavuje vplyv vojenského dopytu. Pokles výroby určenej na spotrebiteľské využitie zaznamenal predovšetkým automobilový priemysel, ktorého produkcia sa od roku 2022 znížila až o 31,2 %.

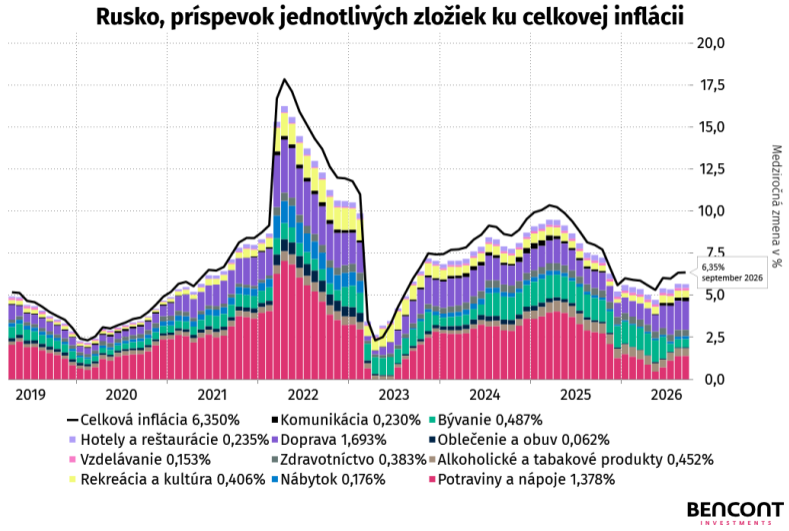
Celková priemyselná produkcia vzrástla počas sledovaného obdobia o 46 %. Napriek tomu ruské ministerstvo hospodárstva oficiálne revidovalo odhad vývoja priemyselnej produkcie na rok 2026 na medziročný pokles o 0,2 %, čo by predstavovalo prvý pokles za posledných päť rokov. Odvetvové problémy sa prejavujú nielen v hutníctve a chemickom priemysle, ale aj v ropnom sektore. V dôsledku ukrajinských dronových útokov smeruje ťažba ropy k najnižším hodnotám za posledných 17 rokov, čo negatívne ovplyvňuje aj ďalšie sektory ekonomiky.

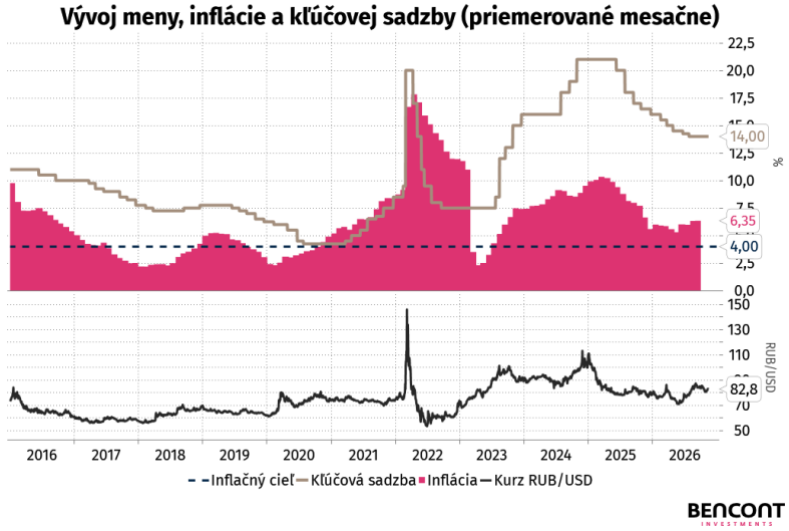


Zdroj: Rosstat, The Bell

Keď sa na ruskú ekonomiku pozrieme z pohľadu inflácie, môžeme pozorovať, že sa stále udržiava nad cieľovou úrovňou centrálnej banky, teda nad hranicou 4 %. V septembri dosiahla medziročnú úroveň 6,35 %. Hoci sa cenové tlaky v segmente potravín čiastočne zmiernili v porovnaní s rokmi 2024 – 2025, keď dosahovali úroveň viac ako 2,5 %, v súčasnosti sa pohybujú okolo 1,38 %. K vyššej inflácii naďalej prispievajú najmä ceny palív a pohonných hmôt, ktoré sa premietajú do segmentu dopravy a zvyšujú infláciu približne o 1,7 %. Naopak, inflácia spôsobená nákladmi na bývanie v poslednom období už nemá taký výrazný vplyv. Jedným z faktorov môže byť aj naďalej vysoká úroková sadzba, ktorá dosahuje až 14 %. Centrálna banka sa tak snaží udržiavať cenovú stabilitu v krajine a zároveň podporovať stabilitu výmenného kurzu rubľa voči ostatným menám. Hoci oficiálny trhový kurz rubľa dosahuje približne 81,8 RUB/USD, reálne náklady na nákup dolárových aktív sa na trhu pohybujú na úrovni 95 až 110 RUB/USD.

Zatiaľ čo civilný sektor čelí likvidačne vysokým nákladom na úvery, ktoré presahujú reálnu úrokovú sadzbu 7,65 %, tak podniky vojensko-priemyselného komplexu využívajú dotované úvery a priame štátne investície. Vysoká úroková sadzba tak nebrzdí štátny dopyt po vojenskej produkcii, ale výrazne zaťažuje predovšetkým civilnú stranu ekonomiky. Dôsledky sa prejavujú aj na ziskovosti podnikov, pričom podiel stratových firiem dosiahol až 24,7 %. Počet občanov v insolventnosti v roku 2025 zároveň vzrástol na 1,3 % z celkového počtu dlžníkov. Pre porovnanie, na Slovensku je tento podiel približne 0,15 %.



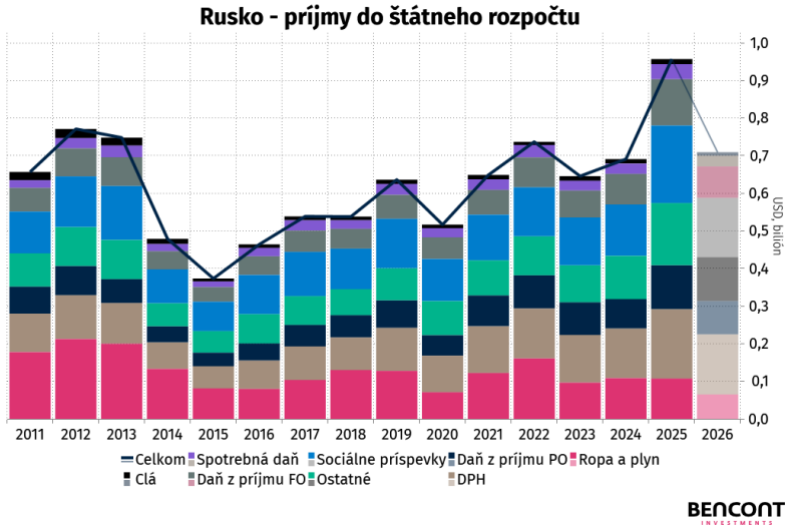


Príjmy do štátneho rozpočtu dosiahli za prvých desať mesiacov úroveň 33,2 bil. rubľov, čo predstavuje nárast o 11 % v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka. Očakávaný deficit však dosiahol úroveň 2,3 % HDP, čo je viac ako v minulom roku, keď počas prvých desiatich mesiacov predstavoval 1,8 % HDP a následne sa zvýšil o ďalších 0,8 p.b. Celoročný schválený plán príjmov na rok 2026 bol pritom stanovený na 40,3 bil. rubľov a celkové verejné výdavky sa pohybujú na úrovni približne 35,1 % HDP.

Počas prvých štyroch mesiacov boli celkové príjmy nižšie o 4,5 %, pričom najvýraznejšie ich pokles ovplyvnil ropný a plynárenský sektor. Jeho príjmy dosiahli 2,3 bil. rubľov, čo predstavuje pokles až o 38,2 % v dôsledku ukrajinských dronových útokov na ropnú infraštruktúru. Naopak, ostatné príjmové položky zaznamenali v rovnakom období nárast o 10,2 % oproti pôvodnému plánu. Hlavným dôvodom bolo zvýšenie sadzby DPH od 1. januára 2026 z 20 % na 22 %, pričom jej výnos dosiahol až 5,3 bilióna rubľov. V snahe znížiť rozpočtový deficit štát zvýšil aj daň z príjmov právnických osôb z 20 % na 25 %. Dochádza tak k čoraz výraznejšiemu daňovému

zaťažovaniu civilného sektora, ktoré má však svoje limity.

Štátne výdavky na obranu a bezpečnosť vzrástli na úroveň 7,1 až 8,0 % HDP, čo predstavuje viac ako 13 bil. rubľov. Prostredníctvom vojenských zákaziek a vysokých finančných platieb vojakom a pozostalým štát pumpuje kúpnu silu priamo do ekonomiky.

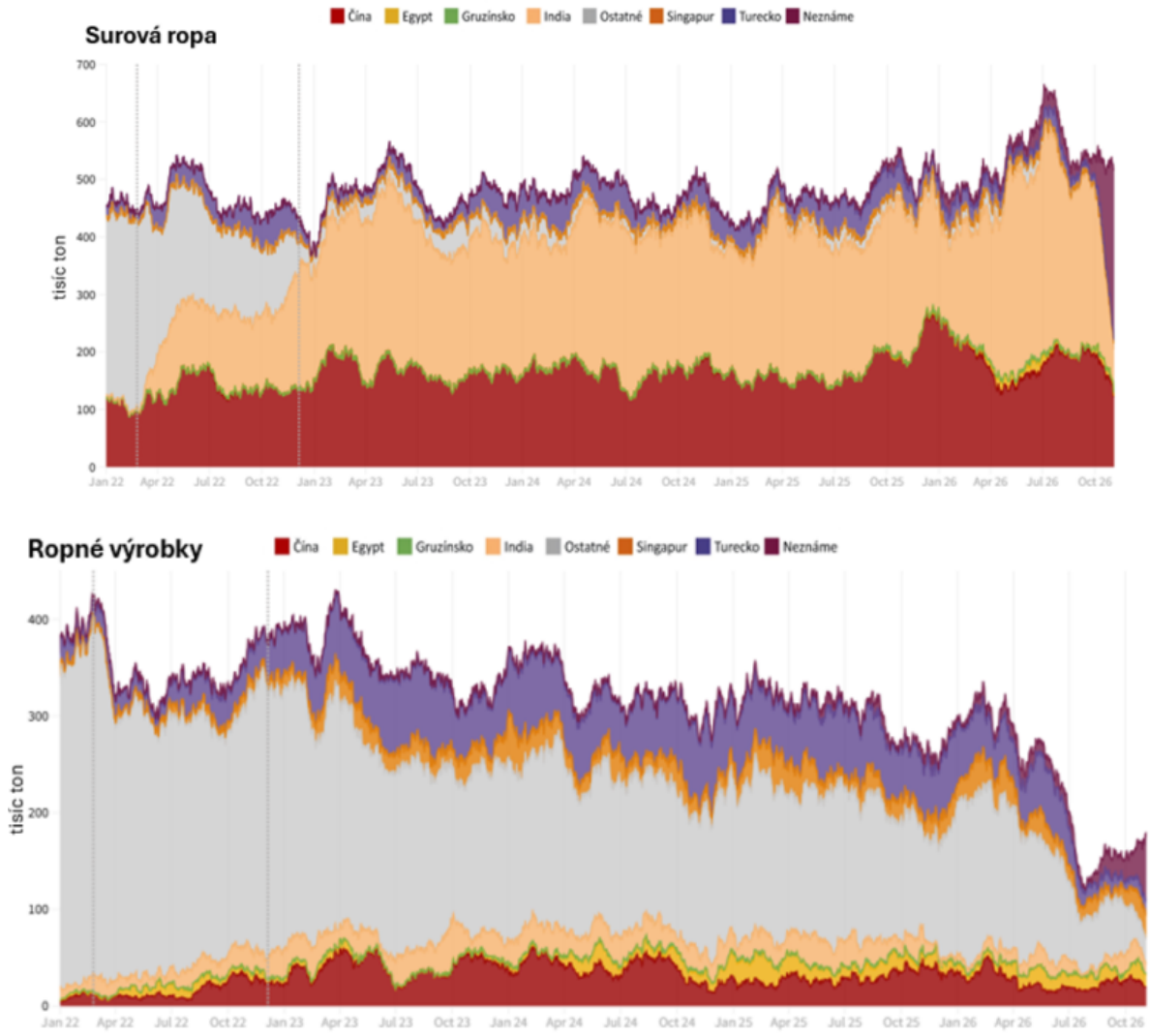


Hoci ceny ropy Urals počas roka 2026 zaznamenali dva výrazné cenové vrcholy, a to v apríli a októbri, keď presiahli úroveň 120 USD za barel, následne sa opätovne znižovali k svojmu priemeru. Aktuálna cena ropy Urals na úrovni 71,4 USD za barel opäť smeruje k minimám dosiahnutým v júli, keď dosahovala približne 51 USD za barel. Hoci rast ceny ropy Urals čiastočne prispel k zvýšeniu príjmov z ropy, výraznejší vplyv na ich celkový pokles mal prepad exportu surovej ropy do zahraničia. V predchádzajúcich rokoch Rusko vyvážalo denne približne 450 – 500-tisíc ton surovej ropy. Po júli 2026 sa však čoraz viac lodí so surovou ropou začalo evidovať ako zásielky smerujúce do neznámych destinácií (čo môžeme charakterizovať tak, že nemajú určenú destináciu alebo ich čiastočnú časť tvorí aj tieňová flotila). Najvýraznejší pokles zaznamenal export do Indie, kde zohral významnú úlohu tlak zo strany USA, ktoré sa snažili obmedziť nákupy ruskej ropy výmenou za výhodnejšie colné podmienky. V októbri sa tak export bez započítania lodí s neznámou destináciou dostal len na úroveň 200 – 250-tisíc ton surovej ropy denne.

Pri pohľade na export ropných produktov, ako sú benzín a nafta, môžeme pozorovať ešte výraznejší pokles. Ich export do jednotlivých krajín klesá prakticky od začiatku vojny, a to z úrovne približne 400-tisíc ton denne vo februári 2022 na 100 – 150-tisíc ton denne v októbri 2026. Najvýraznejší vplyv na tento vývoj mali útoky ukrajinských dronov na ruské rafinérie, ktoré následne prispeli aj k vzniku palivovej krízy v Rusku. Krajina tak nemá dostatočné spracovateľské kapacity na zabezpečenie ďalšieho exportu do zahraničia, pričom

domáca spotreba palív absorbuje čoraz väčšiu časť domácej produkcie. Viac o palivovej kríze počas leta sme písali v BWR 28.

Odchody lodných zásielok fosílnych palív z Ruska – export (30-dňový kĺzavý priemer):

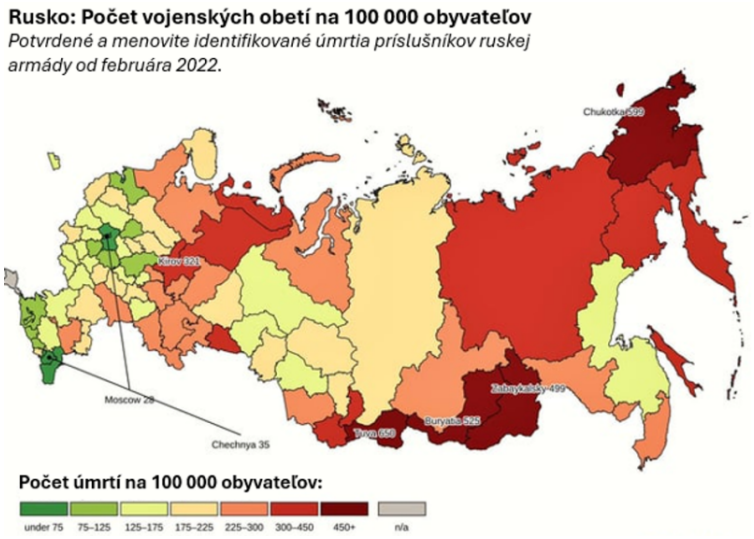


Zdroj: CREA

Hoci aktuálna miera nezamestnanosti v septembri klesla na 2,2 %, čo predstavuje najnižšiu hodnotu za posledných 10 rokov, tento pokles však nie je prejavom zdravej hospodárskej prosperity, ale dôsledkom masívneho odčerpávania pracovnej sily z civilného sektora. Celkový nedostatok pracovnej sily v ruskej ekonomike sa odhaduje na 2,4 až 5 miliónov pracovníkov, čo predstavuje približne 7 % celkovej pracovnej sily. Až 60 % ruských podnikov oficiálne hlási akútny nedostatok zamestnancov.

Priamy vplyv vojnového konfliktu na demografiu a sociálnu štruktúru krajiny sa prejavuje aj v celkovom počte ruských obetí (zabití, zranení a nezvestní), ktorý podľa štúdií dosahuje až 1,2

milióna osôb. Tieto straty sú najvýraznejšie v chudobnejších regiónoch, kde trh práce nie je až tak rozvinutý a príjmy obyvateľstva sú nižšie. Obyvatelia sú preto viac motivovaní vstupovať do vojenských štruktúr, kde je finančné ohodnotenie výrazne vyššie ako priemerné mzdy v daných regiónoch. Najviac postihnuté sú regióny ako Tuva, Čukotka, Burjatsko a Zabajkalský kraj, kde počet obetí presahuje 500 úmrtí na 100-tisíc obyvateľov. To prehlbuje regionálne rozdiely v krajine, pričom tento úbytok obyvateľstva môže pretrvávať aj po skončení vojny a spôsobovať dlhodobú stagnáciu v jednotlivých regiónoch.



Zdroj: Rosstatt, smirkley

Otázkou, ktorá pravdepodobne trápi každého, je, dokedy dokáže Rusko pokračovať vo vojne. Avšak neviem presne časovo povedať kedy k tomu dôjde tak.

Aby ruská ekonomika stratila fyzickú a finančnú schopnosť živiť vojnový stroj, musel by nastať kumulatívny súbeh štyroch kľúčových zlomov. Prvým z nich je kolaps energetických príjmov, keďže podiel príjmov z ropy a zemného plynu na celkových rozpočtových príjmoch klesol z predvojnovej úrovne 30 – 50 % na 22 % v roku 2025.

Pokles ceny ropy Urals o každých 10 USD za barel znamená výpadok rozpočtových príjmov vo výške 1 až 1,5 %.

Nateraz tak zostáva otázkou nielen cena ropy Urals, ale aj exportné kapacity Ruska.

Ďalším faktorom je vyčerpanie likvidnej časti Národného fondu bohatstva (NWF), ktorá klesla z predvojnovej úrovne 6,5 % HDP na kritických 1,8 až 1,9 % HDP. Jej úplné vyčerpanie

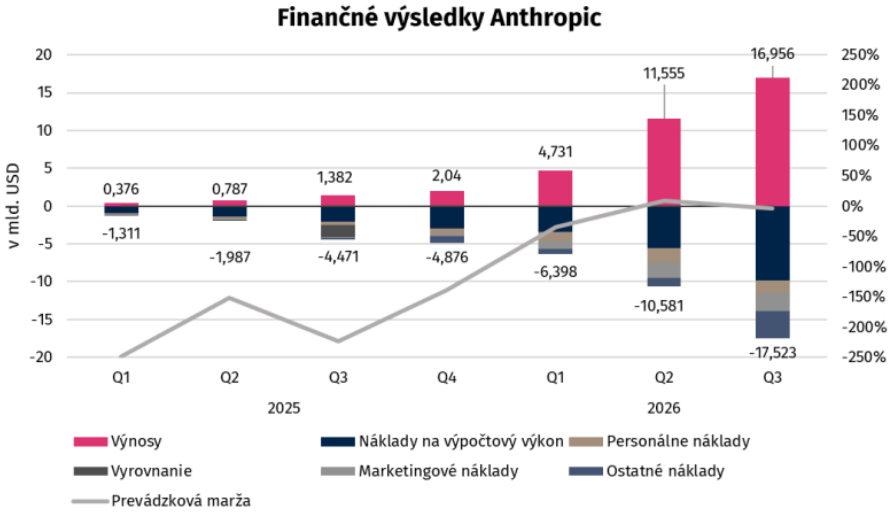
by pripravilo Kremeľ o rozpočtový vankúš a mohlo by ho prinútiť prejsť k nekrytej emisii peňazí (obavy zo cválajúcej inflácie).

Tretím zlomom je zhoršovanie finančnej situácie podnikov a obyvateľstva, ktoré sa prejavuje znižovaním ziskovosti podnikov, rastom podnikových a osobných bankrotov a snahou centrálnej banky obmedzovať infláciu prostredníctvom vysokých úrokových sadzieb. To všetko vedie k postupnému ochladzovaniu spotreby obyvateľstva a oslabovaniu civilného sektora.

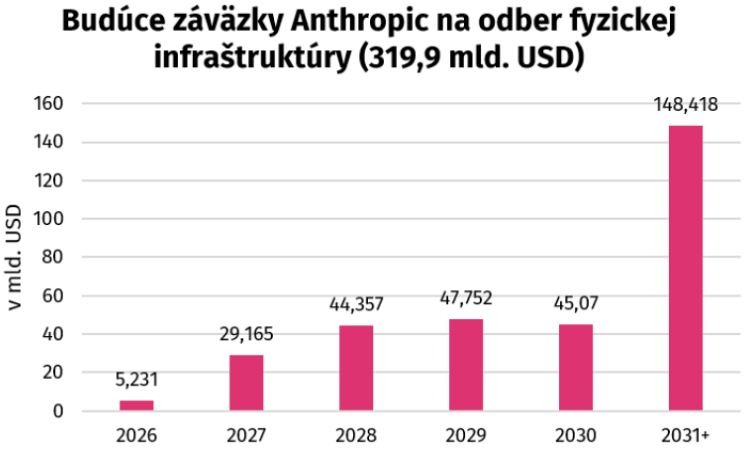
Posledným faktorom je neudržateľnosť rastúcich výdavkov na zbrojenie, ktoré zahŕňajú aj (výplatu miezd pre vojakov). Zároveň môže vzniknúť potreba pristúpiť k výraznejšej mobilizácii s cieľom získať dostatočný počet vojakov, pričom možnosti ďalšieho náboru obmedzuje klesajúca dostupnosť obyvateľstva, najmä v chudobnejších regiónoch Ruska.
Ak sa možnosti fiškálneho manévrovania vyčerpajú, Kremeľ bude postavený pred dilemu: buď pristúpi k nekrytému tlačeniu peňazí a drastickému zníženiu životnej úrovne obyvateľstva, alebo bude nútený utlmiť intenzitu vojenských operácií z dôvodu fyzickej neschopnosti obnovovať vojenský materiál a financovať armádu. (mmm)

Anthropic cieli na valuáciu 1,4 bilióna USD pri svojom IPO

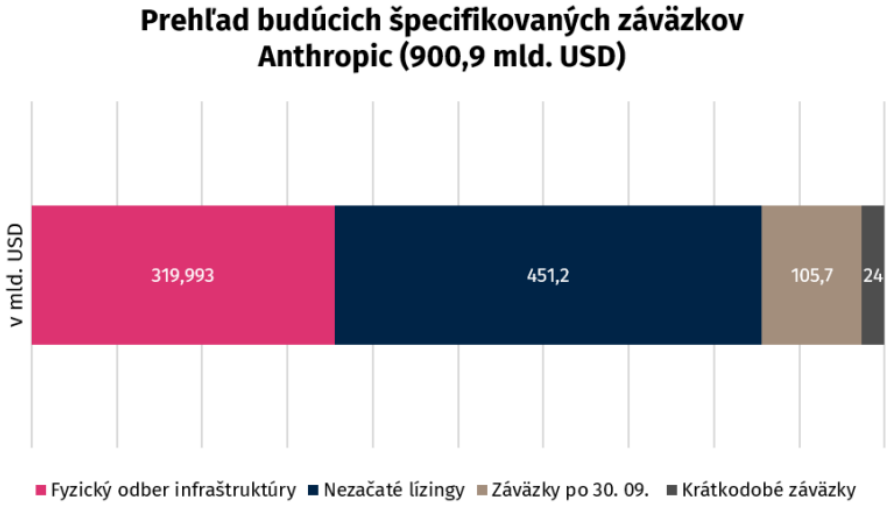
Spoločnosť Anthropic sa chystá 19. novembra stať verejne obchodovanou spoločnosťou, pričom jej akcie pod tickerom ANT budú kótované na burze Nasdaq. Anthropic pritom cieli na valuáciu 1,4 bilióna USD a chystá sa od investorov vybrať viac ako 62,5 miliardy USD pri prvej verejnej ponuke (IPO) a ďalších 26 miliárd od súkromných investorov. Objem akcií, ktoré budú emitované pri IPO, bude predstavovať približne 6 % spoločnosti a akcie budú ponúkané v pásme 70 – 78 USD za akciu. Spoločnosť dosahovala koncom októbra predpokladaný ročný obrat 81 miliárd USD, čo by pri valuácii 1,4 bilióna USD zodpovedalo viac ako 17-násobku ceny k tržbám.



Pri prvotnom pohľade na finančné výsledky Anthropic môžeme pozorovať agresívny rast, ktorý za ročné obdobie dosiahol 1127 % v prípade výnosov, pričom náklady na výpočtový výkon rástli len o 382 %. Zaujímavejším zistením je, že v poslednom kvartáli rástli náklady na výpočtový výkon rýchlejšie ako výnosy. Konkrétne náklady na výpočtový výkon vzrástli na medzikvartálnej báze o 77 %, zatiaľ čo výnosy dosiahli medzikvartálny rast len 47 %. Zaujímavým vývojom prešla aj prevádzková marža, ktorá v Q1 2025 dosahovala záporných 248 %, pričom v súčasnosti dosahuje záporných 3,34 % a v Q2 2026 bola dokonca kladných 8 %. Za posledný štvrťrok teda Anthropic vykázal celkové výnosy 16,956 miliárd USD pri celkových prevádzkových nákladoch 17,523 miliárd USD. Hoci vidíme zlepšenie finančnej stránky podniku, v zverejnenom prospekte S1 sa môžeme dozvedieť zopár informácií, ktoré môžu na Anthropic v budúcnosti pôsobiť veľmi negatívne.

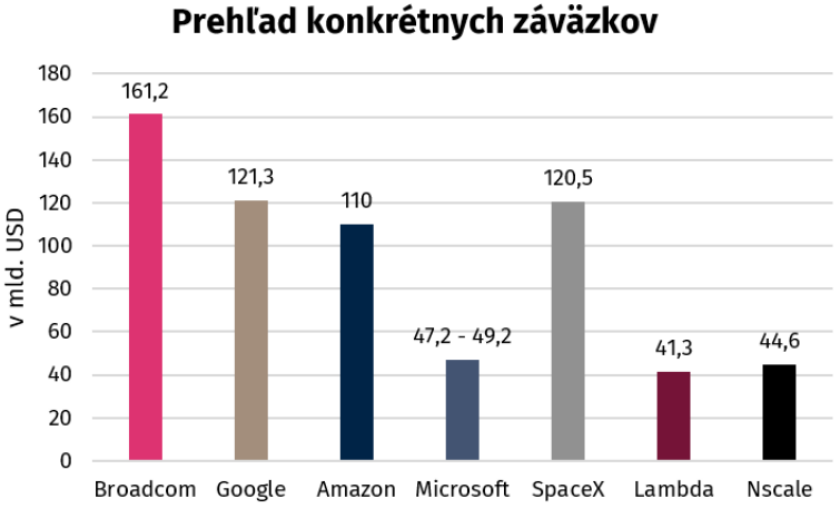


Pri pohľade na obchodný model spoločnosti Anthropic môžeme pozorovať, že sa javí ako klasická softvérová spoločnosť. V prvom rade vytvára program, ktorý následne poskytuje na báze mesačného predplatného v rôznych tarifách. Na druhej strane môžeme pozorovať odlišnosť od klasického „asset light" modelu softvérových spoločností. To, že Anthropic dnes dosahuje nízku ziskovosť, nič nehovorí o jej budúcej ziskovosti pri dosahovaní úspor z rozsahu. Na druhej strane, aj pri vysokých súčasných nákladoch spoločnosť disponuje pomerne veľkým objemom budúcich zazmluvnených záväzkov. Agregovaný objem tejto položky dosahoval podľa prospektu S1 sumu 900,9 miliárd USD, pričom ďalších 150 – 175 miliárd USD tvoria nešpecifikované fixné záväzky. Pri spočítaní týchto dvoch položiek dostaneme hornú hranicu potenciálnych budúcich záväzkov na úrovni 1,075 bilióna USD. Z celkových špecifikovaných fixných záväzkov v hodnote 900,9 miliárd USD je do roku 2030 splatných celkovo 451,6 miliárd USD, čo reprezentuje 50,16 % záväzkov, pričom záväzky na najbližších 12 mesiacov firma odhaduje na úrovni 70,7 miliárd USD. Ak by sme zvyšnú sumu spriemerovali do roku 2030, znamenalo by to, že Anthropic by na štvrťročnej báze platil 29,3 miliárd USD od Q4 2027 do Q4 2030. Nevýhodou takéhoto odhadu je, že ide o priemery. Jediný dôkladný rozklad záväzkov na časovej osi nám spoločnosť v prospekte uviedla len v prípade budúcich záväzkov na odber fyzickej infraštruktúry, ktoré dosahujú 319,9 miliárd USD.

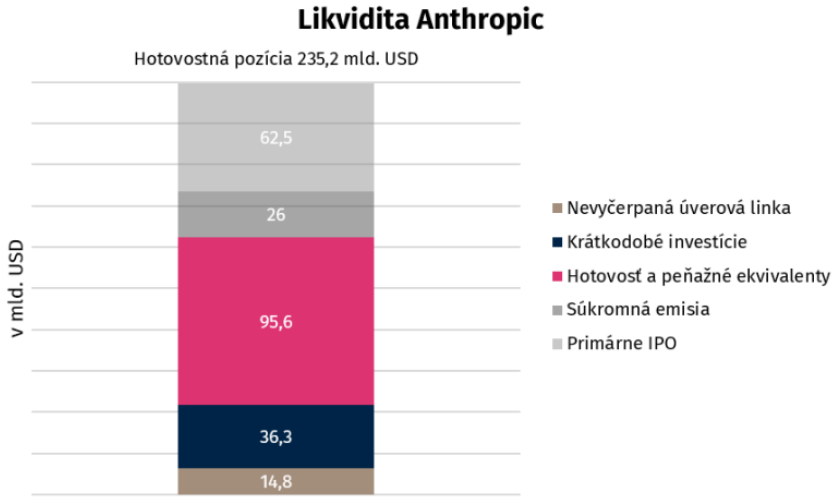


Ako spomíname, celkové špecifikované záväzky spoločnosti dosahujú 900,9 miliárd USD, pričom ich rozloženie zobrazujeme vyššie v grafe. Zaujímavým zistením je, že tieto záväzky sú často nezrušiteľné a neposkytujú dostatočnú flexibilitu. Z celkových špecifikovaných záväzkov

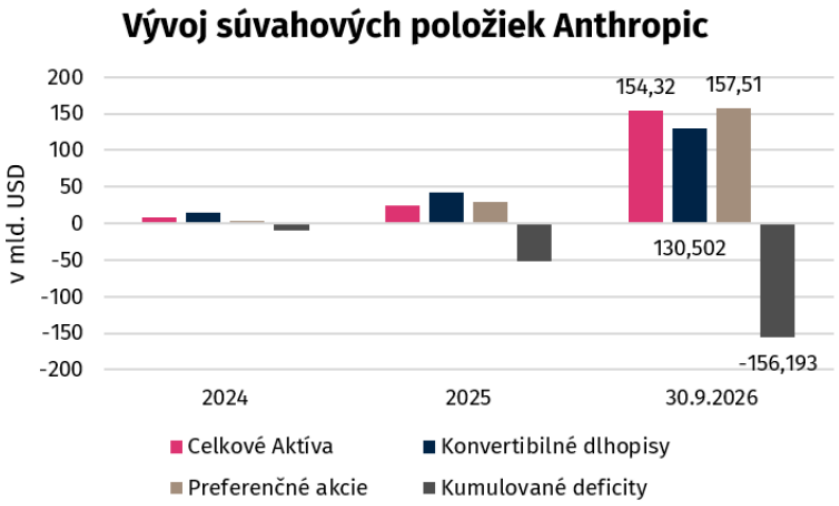
vo výške 900,9 miliárd USD predstavuje objem nezrušiteľných záväzkov hodnotu 714,7 miliárd USD, čo reprezentuje 79,3 %, zatiaľ čo zvyšných 186,2 miliárd USD pôsobí flexibilnejšie a sú čiastočne zrušiteľné pred začiatkom plnenia. Navyše pri budúcich lízingoch vo výške 451,2 miliárd USD je priemerná dĺžka 10 rokov, čo implikuje v priemere 45,12 miliárd USD ročne. Na prvý pohľad sa môže zdať, že Anthropic si týmito záväzkami zabezpečuje výpočtový výkon, čo môže pôsobiť bezpečne. Na druhej strane to vytvára jeden významný problém technického zastarania.



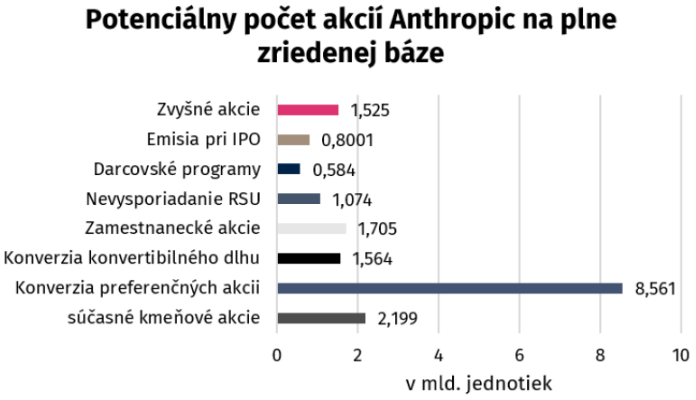
V prípade, že Anthropic bude stále vytvárať obrovský dopyt po výpočtovom výkone a každá generácia grafických procesorov (GPU) bude hodnotná, zabezpečenie výpočtového výkonu na roky dopredu sa môže javiť ako logický krok. Ak však príde vytriezvenie tohto trhu a AI laboratóriá sa prestanú naháňať za tým najvýkonnejším jazykovým modelom (frontier), dopyt po výpočtovom výkone zaznamená pokles. Tento pokles prinúti spoločnosť využívať výpočtový výkon efektívne, čo znamená, že bude nutná neustála výmena GPU, ktorá bude prinášať nižšie jednotkové náklady na chod modelov. Podľa benchmarkov SemiAnalysis dokáže novšia generácia GPU NVIDIA B200 znížiť náklady na prevádzku rovnakého AI modelu Llama 3.3 70B až o 67 % oproti staršej H100. Tento technologický pokrok však predstavuje riziko pre Anthropic, ktorý môže byť viazaný viacročnými leasingovými zmluvami na hardvér, ktorého ekonomická konkurencieschopnosť rýchlo klesá. Hoci firma môže dosahovať efektívnejšiu prevádzku v dôsledku škálovania modelov, efektivita alokovaného kapitálu bude negatívne ovplyvnená, keďže sa Anthropic zaviazal na odber tejto infraštruktúry.



Na druhej strane môžeme pozorovať pomerne silnú hotovostnú pozíciu, ktorou Anthropic disponuje. V súvahe uvádza likvidnú pozíciu na úrovni 146,7 miliárd USD, pričom ďalších 88,5 miliárd USD má dostať prostredníctvom IPO a súkromného umiestnenia akcií. Pri porovnaní s budúcimi špecifikovanými záväzkami vychádza miera ich krytia zo súčasnej a budúcej hotovostnej pozície na úrovni 26 %. Hoci Anthropic dnes disponuje pomerne silnou súvahou, ktorá neodzrkadľuje budúce kapitálové výdavky, je pomerne jasné, že na to, aby Anthropic vedel obslúžiť peňažné záväzky svojich veriteľov, musí začať v pomerne blízkej budúcnosti generovať hotovosť. Pri hlbšom skúmaní súvahy môžeme pozorovať, ako Anthropic využíva konvertibilný dlh a preferenčné akcie ako náhradu za tradičný dlhodobý dlh. Z tohto pohľadu Anthropic prakticky nepôsobí ako zadlžená spoločnosť; naopak, jeho dlhodobé záväzky predstavujú 4,51 miliardy USD. Zvyšný rozdiel v dlhodobých záväzkoch reprezentuje konvertibilný dlh od spoločnosti Amazon, ktorý bol poskytnutý vo výške 6,2 miliardy USD, avšak v súčasnosti je precenený na 130,5 miliardy USD. Preferenčné akcie, ktoré stoja za obrovskou hotovostnou pozíciou, sú na úrovni 157,51 miliardy USD. Rozdiel medzi aktívami a pasívami teda pozostáva z kumulovanej straty, ktorú Anthropic primárne dosahuje v dôsledku účtovného precenenia konvertibilných dlhopisov. Kumulatívna strata k 30. 9. dosahovala 156,193 miliardy USD.



Pokiaľ ide o vlastnícku štruktúru, v úvode uvádzame, že pri IPO bude emitovaných 6 % spoločnosti. Zvyšných 94 % pozostáva z rôznych štruktúr. V prvom rade súčasná úroveň kmeňových akcií dnes dosahuje 2,199 miliárd jednotiek. Pri IPO spoločnosť emituje ďalších 800,1 jednotiek kmeňových akcií. Ďalších 8,561 miliárd jednotiek pozostáva z konverzie preferenčných akcií na kmeňové akcie. Z konvertibilného dlhu vlastneného Amazonom plynie 1,564 miliárd kmeňových akcií a zamestnanci vlastnia ďalších 1,705 miliárd kmeňových akcií. Posledných 1,658 miliárd kmeňových akcií pripadá v rámci nevysporiadania RSU (nevysporiadané akcie voči zamestnancom) a darcovských programov spolu s 1,525 miliárd kmeňových akcií, ktoré bližšie nešpecifikujeme. Celkovo po IPO bude v obehu viac ako 18 miliárd kmeňových akcií, pričom nie všetky budú mať rovnaké práva. Najzaujímavejšou triedou akcií sú akcie triedy F, ktoré držia výhradne zakladatelia a predstavujú 50,1 % hlasovacích práv, čo znamená, že investori nemôžu zakladateľov prehlasovať.



Pri celkovom zhodnotení môžeme sledovať pomerne rýchlo rastúcu spoločnosť, ktorej však chýba prvok ziskovosti a schopnosť plniť budúce peňažné záväzky. Pri rýchlo rastúcich spoločnostiach môže byť lákavé tempo ich rastu, avšak pri postupnom dozrievaní sa môže ekonomika celého podniku javiť ako nedostatočná, hlavne pokiaľ sledujeme metriku ROCE (návratnosť na použitý kapitál). Hlavným problémom, ktorý môžeme pri spoločnosti Anthropic sledovať, je jej angažovanosť v dlhodobých kontraktoch, ktoré sú z veľkej časti nezrušiteľné. Ako uvádzame skôr, takáto forma zaistenia môže v istom momente prinášať konkurenčnú výhodu, avšak v opačnej situácii môže viesť k chybným kapitálovým rozhodnutiam a najmä k neefektívnemu využívaniu zdrojov. Za pozornosť takisto stojí aj významná hotovostná pozícia, ktorá môže reflektovať ešte nezverejnené rastové možnosti alebo nedôveru manažmentu vo vlastný obchodný model, ktorý ani pri plnom dozretí nebude schopný dosahovať rozumnú návratnosť. Hlavnou otázkou však zostáva ekonomická relevantnosť jazykových modelov, ktoré Anthropic vyvíja. Trh jazykových modelov sa zdá byť do značnej miery komoditizovaný, čo by malo v dlhodobom horizonte tlačiť výnosy nadol pri plnom nasýtení trhu. Práve preto môže byť motor Anthropic vystavený skoršej erózii, než tomu čísla naznačujú. Tento vývoj by bol, samozrejme, neželaný a spoločnosti by priniesol zjavné problémy, hlavne po finančnej stránke, z čoho by neprofitovali ani veritelia, ani investori. (mš)

Spoločnosť NVIDIA pokračuje v poklese z dôvodu kauzy

V aktuálnom dianí spoločnosť NVIDIA, ktorá je druhou najväčšou spoločnosťou po spoločnosti Apple, zaznamenáva výrazné zmeny. Akcie spoločnosti dosiahli svoj vrchol začiatkom októbra, keď sa ich cena vyšplhala až na 239 USD za akciu a trhová kapitalizácia spoločnosti vzrástla takmer na 5,8 bilióna USD. Po dosiahnutí tohto vrcholu sa začali objavovať informácie o čínskej špionáži a možnom ohrození bezpečnosti spoločnosti NVIDIA a jej výkonného riaditeľa Jensena Huanga.

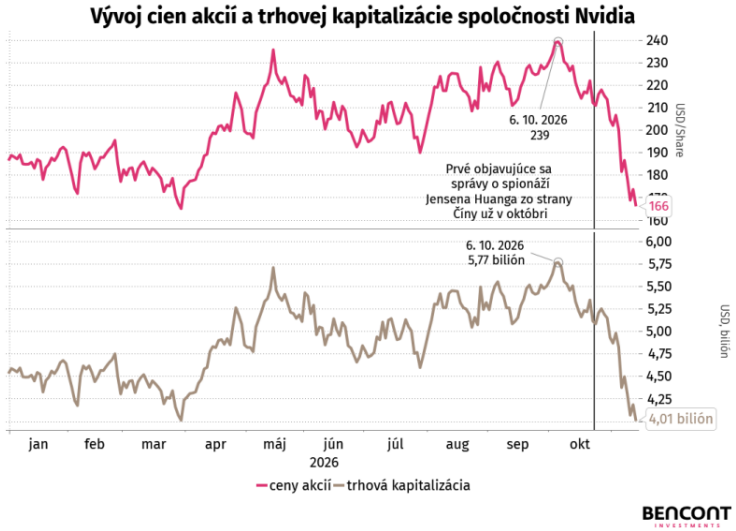
Situácia vyvrcholila 29. októbra, keď denník The New York Times uverejnil správu o vzťahu Huanga s Alice Huangovou, bývalou manažérkou singapurskej spoločnosti Megaspeed International, ktorá disponovala prioritným prístupom k čipom NVIDIA v rámci cloudového partnerstva. Táto osoba bola významná aj z dôvodu, že podľa zistení amerických spravodajských služieb zhromažďovala informácie pre čínsku štátnu spravodajskú službu. To by mohlo viesť k ohrozeniu bezpečnosti technologických návrhov čipov, ktoré mali byť z bezpečnostných dôvodov navrhované a vyrábané výlučne v USA, a k ich následnému sprístupneniu čínskej vláde. Následne sa objavili ďalšie kontroverzie, ktoré ešte viac zhoršili pozíciu výkonného riaditeľa. Situácia sa napokon dostala až na pôdu amerického Kongresu. Jensen Huang napriek tlaku

verejnosti a dozornej rady odstúpil z pozície výkonného riaditeľa po takmer 33 rokoch pôsobenia v spoločnosti, ktorej bol jedným zo spoluzakladateľov.

V reakcii na túto situáciu cena akcií spoločnosti klesla až na úroveň 166 USD za akciu, čo predstavuje takmer 30,6 % pokles oproti dosiahnutému vrcholu. Spoločnosť tak od októbra stratila približne 1,8 bil. USD zo svojej trhovej kapitalizácie.

NVIDIA má reportovať svoje hospodárske výsledky 17. novembra, teda budúci utorok. Očakávané tržby by mali dosiahnuť úroveň 109,2 mld. USD, čo predstavuje medziročný nárast približne o 92 %. Očakávaný zisk na akciu by mal dosiahnuť 2,48 USD, pričom sa predpokladá podobne výrazný medziročný rast.

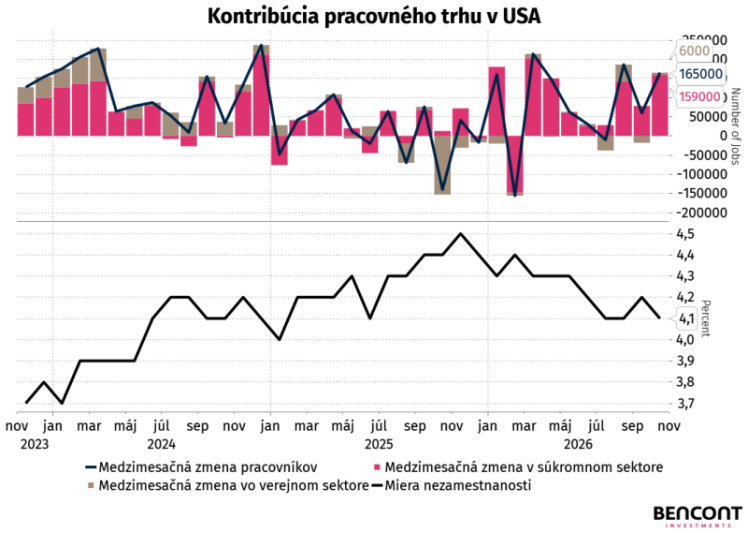
Aj napriek pozitívnym očakávaným výsledkom zostáva otázkou, či NVIDIA dokáže pokračovať v nastolenom smerovaní aj bez Jensena Huanga, ktorý zohral kľúčovú úlohu pri jej transformácii na lídra v oblasti AI čipov. Jeho odchod môže pripomínať situáciu v Apple po odchode Steva Jobsa v roku 1985, ktorý sa do vedenia spoločnosti vrátil späť v roku 1997. (mmm)



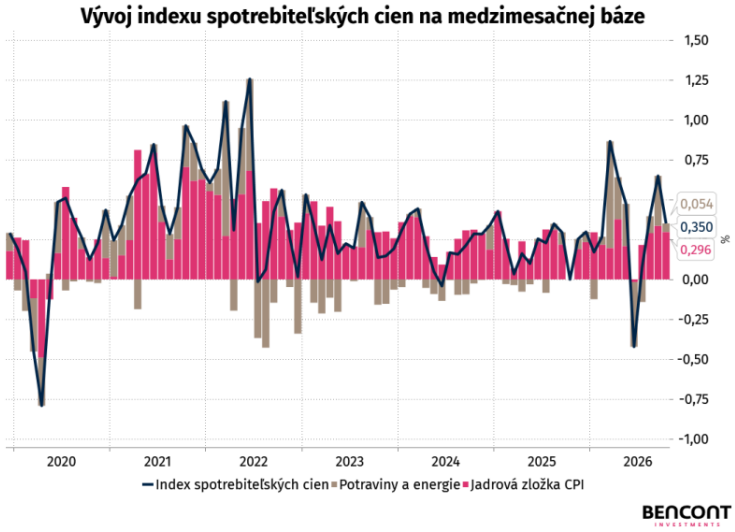
Vývoj amerického trhu práce za mesiac október

Trh práce v USA za mesiac október doručil zaujímavé prekvapenie, ktoré sa týkalo prírastku 165 tisíc pracovných miest, pričom odhady spočívali na hodnote 65 tisíc pracovných miest. Pracovný trh vykázal zlepšenie pričom klesla aj miera nezamestnanosti o 0,1 percentuálneho bodu na 4,1 %. Na druhej strane cenová hladina rástla na medzimesačnej báze o 0,4 % v prípade indexu spotrebiteľských cien. Jadrová zložka tohto indexu rástla medzimesačne o 0,3 % oproti

septembru.



Dôvodom prečo uvádzame medzimesačný rast cenovej hladiny a nie medziročné tempo rastu CPI je výpadok dát z októbra 2025, ktorý spôsobilo vtedajšie pozastavenie činnosti vlády. Práve preto nevieme vyčísliť medziročnú percentuálnu zmenu. Nedostupnosť dát navyše prichádza v najviac nepríjemnom momente. Na októbrovom zasadaní guvernérov Fedu, sa rozhodlo ponechať úrokové sadzby v nezmenenom pásme 3,75 - 4 %. Pri pohľade na trh práce, ktorý vykázal naozaj silnú odolnosť môžeme predpovedať, že centrálna banka na decembrovom zasadnutí pristúpi k zvýšeniu úrokových sadzieb. Pravdepodobnosť zvýšenia úrokových sadzieb sa odhaduje na 112 %, čo môže znamenať, že tvorcovia monetárnej politiky nepristúpia k zvýšeniu len o 25 bázických bodov, pričom sa čoraz častejšie diskutuje o možnosti zvýšenia až o 50 bázických bodov.

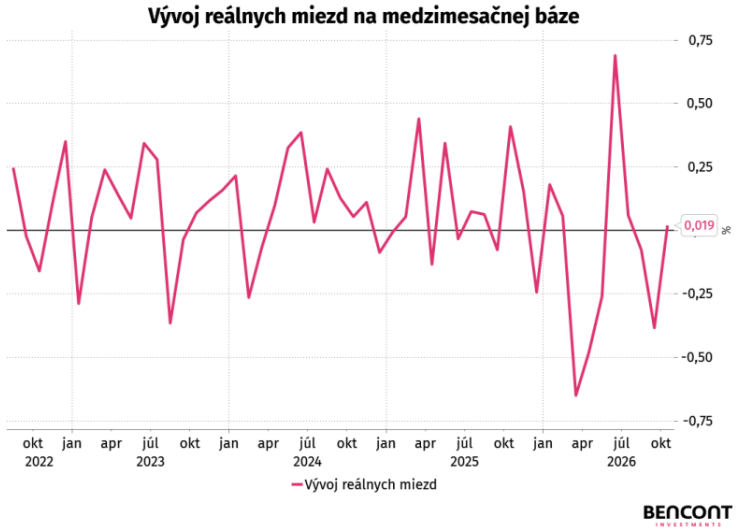


Pri hlbšom pohľade na trh práce môžeme pozorovať pomerne silnú angažovanosť súkromného sektora na skvelých októbrových výsledkoch. Medzi ťahúňov patrili najmä zdravotníctvo, ktoré pridalo 53 tisíc pracovných miest a sektor odborných a podnikových služieb s prírastkom 70 tisíc pracovných miest. Rast si takisto pripísali sektory ako doprava na úrovni 25 tisíc pracovných miest a priemyselná výroba 19 tisíc pracovných miest. Naopak k sektorom, ktoré vykázali pokles patrí sektor voľného času a pohostinstva na úrovni 13 tisíc pracovných miest spolu s veľkoobchodom, ktorý vykázal pokles o 9,1 tisíc pracovných miest. Celková participácia súkromného sektora z prírastku 165 tisíc pracovných miest spočíva na úrovni 96 %, pričom zvyšné 4 % tvoril verejný sektor s prírastkom 6 tisíc pracovných miest. Súkromný sektor teda vytvoril za mesiac október 159 tisíc pracovných miest.

USA Nonfarm Payrolls	Október 2026
Nonfarm Total	165 000
Súkromný sektor	159 000
Výroba tovarov	15 000
Ťažba a ťažba dreva	-1 000
Stavebníctvo	-3 000
Výroba	19 000
Trvanlivé tovary	25 000
Netrvanlivé tovary	-6 000
Služby	150 000
Súkromné služby	144 000
Obchod, doprava a verejné služby	22 000
Informácie	-1 000
Finančné aktivity	7 000
Profesionálne a obchodné služby	70 000
Vzdelávanie a zdravotníctvo	53 000
Voľný čas a pohostinstvo	-13 000
Ostatné služby	6 000
Vláda	6 000
Federálna	-1 000
Štátna	8 000
Miestna	-1 000

BENCONT INVESTMENTS

Dôležitým zistením je takisto skutočnosť, že reálne mzdy zaznamenali pri medzimesačnom vývoji nulový rast. Priemerný hodinový zárobok v októbri vzrástol o 14 centov na 38 USD, čo predstavuje medzimesačný rast o 0,4 %. Počas uplynulých 12 mesiacov rástli nominálne mzdy tempom 3,1 %. Hoci nepoznáme medziročné tempo inflácie, pri medzimesačnom vývoji môžeme pozorovať práve spomínanú stagnáciu reálnych miezd, keďže rast nominálnych zárobkov bol v plnej miere kompenzovaný rastom spotrebiteľských cien. Napriek relatívne silnému trhu práce tak zamestnanci v októbri nezaznamenali zlepšenie svojej kúpnej sily. K tomuto vývoju prispievali pretrvávajúce cenové tlaky, predovšetkým v oblasti bývania, potravín a energií. Celkovo sa jedná o druhý mesiac po sebe kedy reálne mzdy utrpeli, pričom v mesiaci septembri reálne mzdy klesli o 0,4 %.

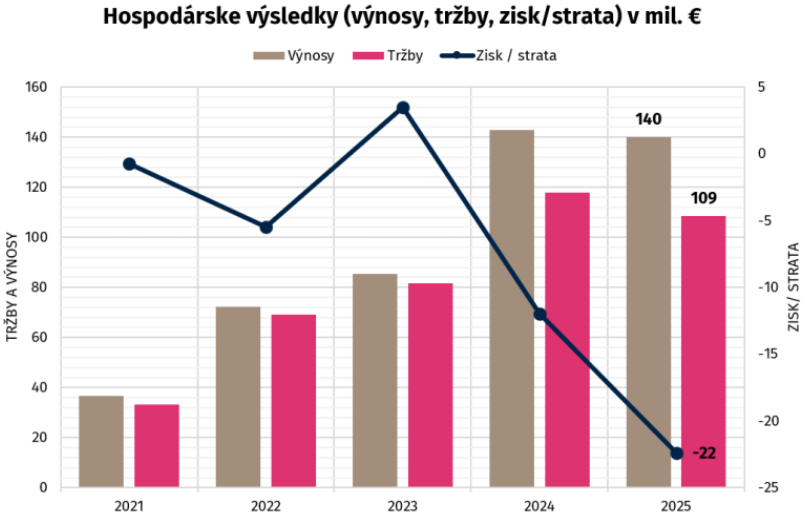


Októbrové údaje tak vykresľujú pomerne zmiešaný obraz americkej ekonomiky. Na jednej strane silnejší než očakávaný prírastok pracovných miest a pokles nezamestnanosti potvrdzujú pretrvávajúcu odolnosť trhu práce. Na druhej strane pokračujúce inflačné tlaky a stagnácia reálnych miezd naznačujú, že priaznivý vývoj zamestnanosti sa automaticky nepremieta do zlepšovania kúpnej sily amerických domácností. Kombinácia silného trhu práce a pretrvávajúceho rastu spotrebiteľských cien zároveň zvyšuje pravdepodobnosť ďalšieho sprísnenia menovej politiky Fedom, ktorý musí pri nastavovaní menovej politiky zvažovať riziko opätovného zrýchlenia inflácie. Októbrové výsledky tak posilňujú argumenty v prospech prísnejšej menovej politiky, pričom nedostupnosť medziročných údajov o inflácii dodatočne zvyšuje neistotu pred decembrovým zasadnutím centrálnej banky. (mš)

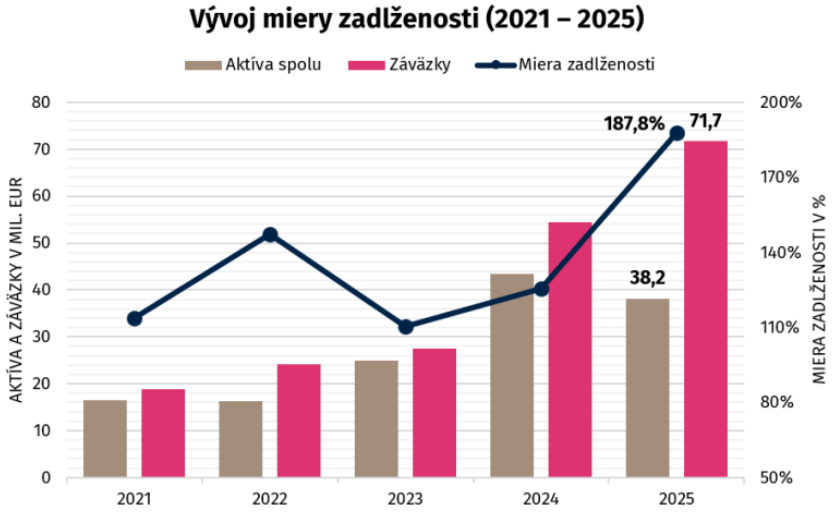
Pád AirExplore: Keď rast tržieb nestačí na prežitie

Najväčší letecký slovenský dopravca AirExplore zastavil svoju letovú prevádzku po 16 rokoch fungovania. Spoločnosť 10. novembra požiadala o vrátenie osvedčenia leteckého prevádzkovateľa (AOC). Na rozdiel od bežných aerolínií, ktoré predávajú letenky koncovým cestujúcim, pôsobil tento dopravca v segmente prenájmu kapacít označovanom skratkou ACMI (lietadlo, posádka, údržba a poistenie). Tento model spočíva v tom, že firma prenajíma iným aerolíniám či cestovným kanceláriám kompletné lietadlá vrátane posádok, údržby a poistenia. Pre pochopenie pádu tohto dopravcu s nadnárodným zázemím si priblížime historický vývoj spoločnosti, jej vlastnícke zmeny a postupné zhoršovanie finančnej situácie.

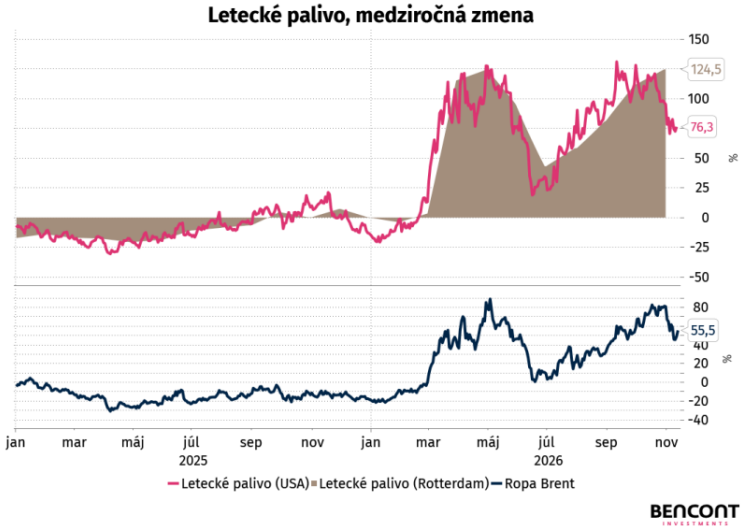
Podnik vznikol v roku 2008 a letovú prevádzku spustil o dva roky neskôr s jedným lietadlom. Do roku 2022 rozšíril flotilu na 10 lietadiel. Na európskom trhu čelil silnému tlaku veľkých špecializovaných konkurentov, ako sú SmartLynx či Avion Express. Sezónne výkyvy vykrýval aj zmluvným prenájmom kapacít pre nízko nákladovú spoločnosť Ryanair, ktorej od roku 2015 pomáhal pri rozbehu bratislavskej základne. Zásadný obrat priniesol jún 2023, keď firmu odkúpila írska skupina Avia Solutions Group a financovala jej rýchlu expanziu na 17 lietadiel Boeing 737-800. Rast kapacít sprevádzal nárast tržieb z 33 miliónov eur v roku 2021 na 109 miliónov eur v roku 2025, keď celkové výnosy dosiahli 140 miliónov eur. Zisk 3,5 milióna eur v roku 2023 však zostal ojedinelý. Prudký nárast lízingových nákladov na nové stroje a náklady na nevyužité posádky prehĺbili stratu z 12 miliónov eur v roku 2024 na 22 miliónov eur v roku 2025.



Pretrvávajúce straty postupne narúšali súvahovú stabilitu podniku, keďže jeho záväzky rástli rýchlejšie než aktíva. Hoci kapitálový vklad v roku 2023 dočasne znížil celkovú zadlženosť na približne 110 %, o dva roky neskôr už záväzky dosiahli 71,7 milióna eur pri aktívach v objeme 38,2 milióna eur. Miera zadlženosti tak vzrástla na 187,8 %. V čase oslabenej likvidity zasiahol firmu koncom roka 2025 aj závažný incident v oblasti vnútornej kontroly. Dvaja páchatelia, ktorí sa vydávali za vedenie írskej materskej spoločnosti, prostredníctvom elektronickej pošty a aplikácie WhatsApp zmanipulovali vtedajšieho manažéra pod zámienkou urgentného financovania plánovanej akvizície. Manažér im na viaceré účty v Portugalsku previedol takmer 3,4 milióna eur. Tieto prostriedky sa napriek prebiehajúcemu policajnému vyšetrovaniu nepodarilo získať späť.



K vnútorným problémom spoločnosti sa v roku 2026 pridali aj nepredvídané vonkajšie okolnosti. Vojna v Iráne a prerušenie dodávok ropy cez Hormuzský prieliv, ktorým prúdi až 20 % svetových dodávok ropy, viedli k prudkému rastu cien energetických surovín. Cena kerozénu, ktorý sa vyrába z ropy, vzrástla podľa amerického benchmarku medziročne o 76,3 % a podľa európskeho až 124,5 %. Jej rast tak prevýšil rast ceny ropy Brent o 20,8 p.b. respektíve o 69 p.b. Letecké spoločnosti sa proti podobným cenovým šokom môžu chrániť hedgingom, teda zabezpečením ceny pohonných látok vopred na určité obdobie, ktorý aktívne využíva napríklad Ryanair alebo Lufthansa. Napriek tomu tento nákladový šok dostal viacerých dopravcov do ťažkej situácie. V Európe tento rok ukončili prevádzku španielska spoločnosť AlbaStar a rumunská AnimaWings, ktoré predávali letenky koncovým zákazníkom, aj írsky dopravca Fly4 Airlines pôsobiaci v segmente ACMI. Pri modeli ACMI sa však palivový šok neprejavuje priamo v nákladoch dopravcu na palivo, ale nepriamo cez nižší dopyt po prenájmoch. Práve pokles tohto dopytu bol poslednou bodkou aj pre slovenskú AirExplore.



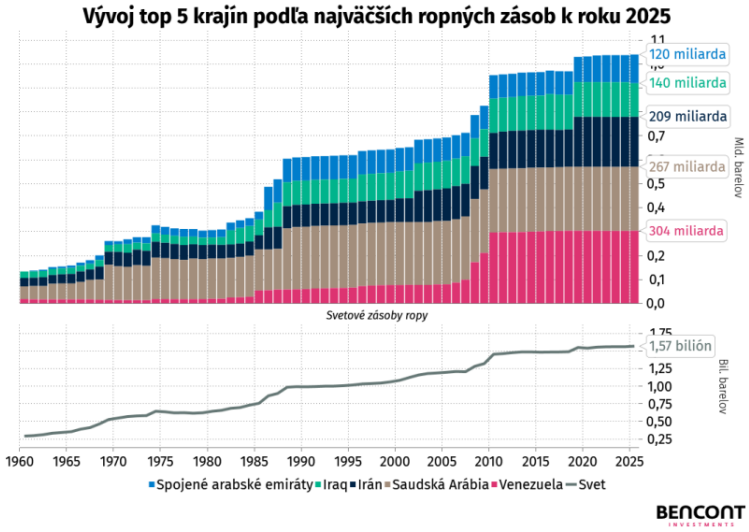
Úpadok najväčšieho leteckého slovenského dopravcu ukazuje, že rýchly rast výnosov bez ochrany prevádzkovej marže vedie v cyklickom leteckom sektore k neudržateľnému zadlženiu. Kumulovaná strata za roky 2024 a 2025 dosiahla približne 34,4 milióna eur (čo predstavuje takmer 89 % aktív ku koncu roka 2025) a vyústila do záporného vlastného imania vo výške 33,5 milióna eur. Finančný podvod z konca roka 2025, pri ktorom spoločnosť prišla o 3,4 milióna eur, pritom tvoril približne 10 % tohto dvojročného deficitu. Tento vývoj poukazuje na vysokú zraniteľnosť úzko špecializovaných ACMI operátorov, ktorí pri extrémnej zadlženosti nedokážu absorbovať súbeh prevádzkových nákladových šokov a zlyhaní vnútornej kontroly. Najvýznamnejším systémovým rizikom pre stredoeurópsky trh zostáva pokračujúca konsolidácia odvetvia pod nadnárodné holdingy. Tie pri zhoršení trhových podmienok uprednostňujú ukončenie prevádzky menších národných licencií AOC pred záchranou stratových dcérskych spoločností. Pre slovenský letecký sektor to znamená citeľnú stratu prevádzkovej kapacity a odlev kvalifikovaného personálu, čo môže v budúcnosti brzdiť rozvoj regionálnej leteckej dopravy. (lg)

ExxonMobil sa vracia do Venezuely

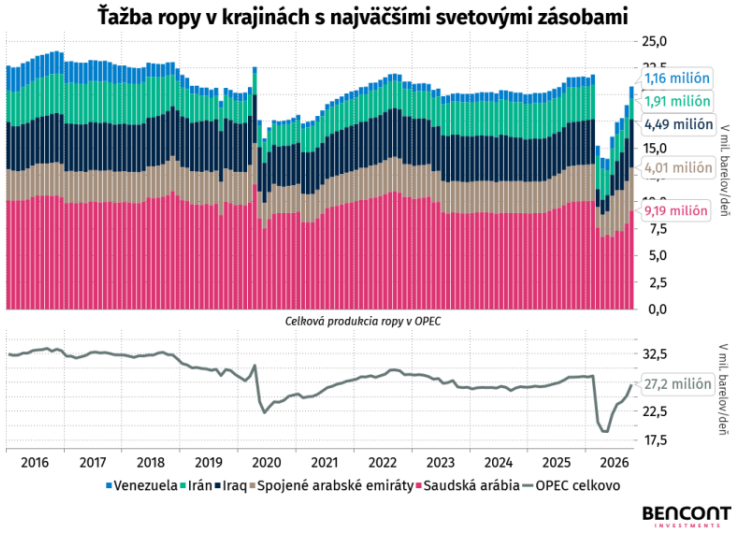
Podpis nezáväzného memoranda o porozumení (MoU) so štátnou ropnou spoločnosťou Petróleos de Venezuela (PDVSA) v novembri 2026 otvára americkému koncernu ExxonMobil príležitosť na návrat do Venezuely, po takmer dvoch desaťročiach od núteného odchodu. Návrat jednej z najväčších svetových energetických spoločností odráža zásadnú zmenu geopolitických pomerov, ktorá ovplyvňuje investičné toky na západnej pologuli. Zároveň tvorí otázku, nakoľko je nové energetické usporiadanie dlhodobo efektívne a udržateľné.

Ešte v januári 2026 označil generálny riaditeľ ExxonMobilu Darren Woods venezuelský trh

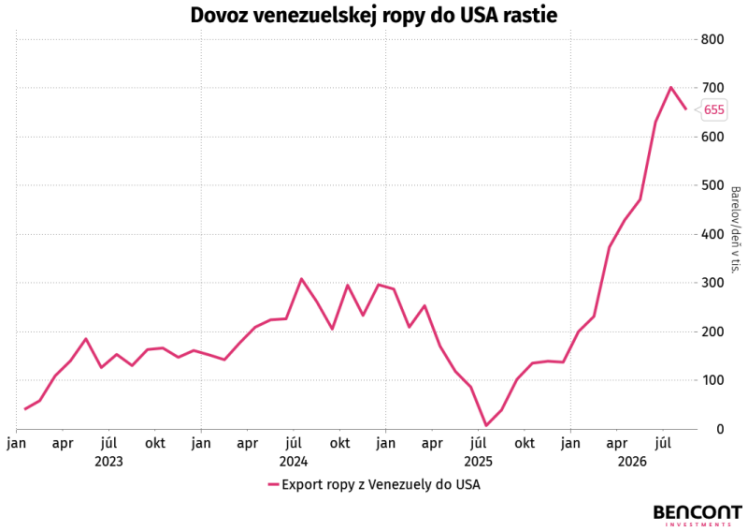
za neinvestovateľný, vzhľadom na dve predchádzajúce vyvlastnenia. Odstránenie Nicolása Madura a nástup dočasnej prezidentky Delcy Rodríguezovej však viedli k zmene postoja spoločnosti. Pod politickým tlakom administratívy Donalda Trumpa začala firma prehodnocovať možnosti pôsobenia v ťažobnom sektore, ktorý nová vláda v Caracase otvorila zahraničnému kapitálu. Hlavným dôvodom zostávajú rozsiahle zásoby ropy. Venezuela disponuje 304 miliardami barelov, čo predstavuje približne 19,4 % celosvetových preukázaných zásob v objeme 1,57 bilióna barelov. Prevyšuje tak aj Saudskú Arábiu so zásobami 267 miliárd barelov a v tomto ukazovateli je svetovým lídrom.



Reforma zákona o uhľovodíkoch už umožnila podpísať desiatky kontraktov. Ustanovenia umožňujúce zásahy štátu vo verejnom záujme však naďalej ponechávajú priestor na možné znárodnenie. Obnova zanedbanej infraštruktúry v pásme Orinoco si navyše vyžiada rozsiahle investície. Ťažká sírnatá ropa si vyžaduje nákladné riedenie a prináša nižšie marže než ľahká ropa, ktorú ExxonMobil ťaží v susednej Guyane alebo v Permskej panve. Dôsledky dlhodobého podfinancovania sa prejavujú aj v súčasnom objeme produkcie krajiny. Venezuela produkuje 1,16 milióna barelov denne (bpd), čo predstavuje len 4,3 % celkovej produkcie Organizácie krajín vyvážajúcich ropu (OPEC) v objeme 27,2 milióna bpd. Výrazne tak zaostáva za Saudskou Arábiou s ťažbou 9,19 milióna bpd aj Irakom so 4,49 milióna bpd.

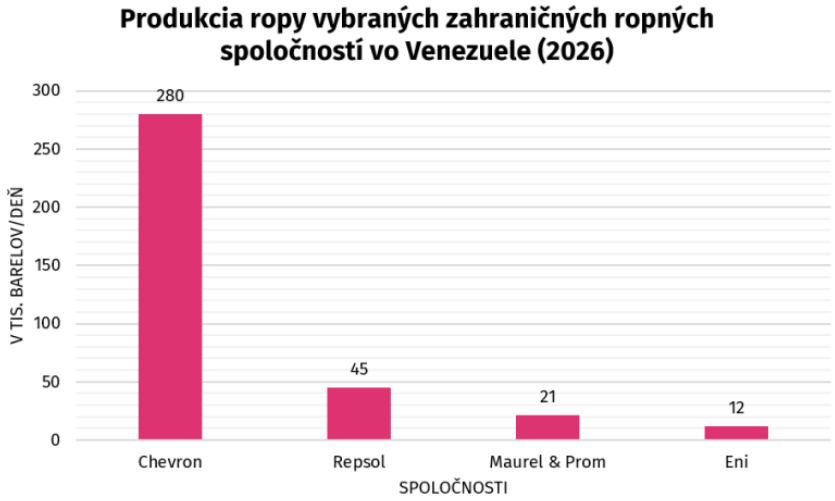


Vstup ExxonMobilu do venezuelských projektov komplikujú aj výsledky novembrových volieb do amerického Kongresu. Demokrati totiž avizovali, že budú prísnejšie kontrolovať zmluvy uzavreté s podporou Bieleho domu. Pri rokovaniach v Caracase bude potrebné vyriešiť aj staršie nároky spoločnosti. Tie súvisia so znárodnením podielov v projektoch Cerro Negro a La Ceiba vládou Huga Cháveza v rokoch 2004 až 2007. Doteraz nevyplatené náhrady presahujú 77 miliónov USD. Zlepšenie vzťahov zároveň znižuje riziko, že vojenské alebo diplomatické napätie naruší ťažbu ropy v susednej Guyane, kde si Venezuela nárokuje región Essequibo. Je to dôležité aj vzhľadom na očakávané rozhodnutie Medzinárodného súdneho dvora (ICJ) o sporných hraniciach. Uvoľnenie sankcií a oživenie obchodu sa už prejavili aj vo vývoze venezuelskej ropy do USA. Ten vzrástol z takmer nulovej úrovne v polovici roka 2025 na 655 tisíc bpd.



Kým ExxonMobil postupuje opatrne, jeho konkurenti využili svoju dlhodobú prítomnosť vo Venezuele na posilnenie pozície na trhu. Chevron, ktorý v krajine pôsobil prostredníctvom

spoločných podnikov aj počas krízy vo Venezuele, už oznámil plán zdvojnásobiť ťažobné kapacity. Spomedzi porovnávaných firiem má najvyššiu produkciu práve Chevron s 280 tisíc barelmi denne (bpd). Je to viac než šesťnásobok produkcie španielskeho Repsolu, ktorý dosahuje 45 tisíc bpd. Francúzsky Maurel & Prom produkuje 21 tisíc bpd a talianske Eni 12 tisíc bpd. V krajine pôsobia aj štátna ropná spoločnosť PDVSA a súkromný producent North American Blue Energy Partners (NABEP), ktorý spolupracuje s vládou USA. Tento prehľad však porovnáva len vybrané zahraničné koncerny, nie všetkých producentov. PDVSA doň nezaraďujeme, pretože je domácou štátnou spoločnosťou a partnerom zahraničných firiem v spoločných projektoch. NABEP posudzujeme osobitne pre jej odlišný model fungovania, založený na produkčných kontraktoch a partnerstve s americkou vládou.



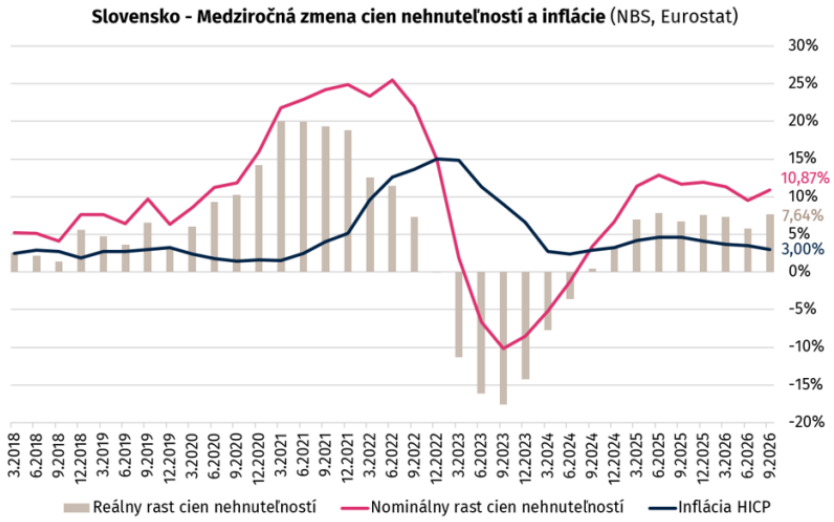
Návrat ExxonMobilu do Venezuely otvára nové možnosti, no rýchly zisk od neho zatiaľ nemožno očakávať. Jeho prínos môže spočívať najmä v posilnení pozície firmy v regióne a ochrane jej pôsobenia v susednej Guyane. Prekážkou zostávajú vysoké náklady a neistota, či budú dohodnuté podmienky platiť aj v budúcnosti. Kým v guyanskom bloku Stabroek sa ťažba dostáva na hranicu návratnosti pri cene približne 28 dolárov za barel, pri extra ťažkej venezuelskej rope je to 55 až 65 dolárov. Obnova venezuelského ropného sektora si navyše podľa odhadov vyžiada 100 mld. USD počas nasledujúcich rokov. Veľké zásoby ropy preto nie sú zárukou výhodnej investície.

Ďalší postup bude závisieť od výsledku rokovaní a politického vývoja. V optimistickom scenári by sa dlhoročný arbitrážny spor urovnal tak, že Venezuela by svoj dlh voči ExxonMobilu splatila formou nových ťažobných práv, a podpis záväzných zmlúv o delení vyťaženej ropy by firme definitívne otvoril cestu k návratu. Zároveň by sa mohlo zmierniť napätie na hraniciach s Guyanou. ExxonMobil by však mal najprv preveriť technický stav projektov a právne podmienky bez toho, aby hneď investoval veľké sumy. Obmedzil by tak finančné riziko

a zachoval si diplomatický vplyv v Caracase. V pesimistickom scenári by nestabilita vo Venezuele alebo blokovanie dohôd americkým Kongresom rokovania zastavili a firma by pokračovala v právnom vymáhaní majetku v zahraničí. Súčasné dianie tak skôr otvára dvere k návratu, než potvrdzuje začiatok rozsiahlej expanzie. Rozumnejším krokom sa javí najprv overiť, či sú projekty výhodné a dohody dostatočne chránené a až potom pristúpiť k väčším investíciám. (lg)

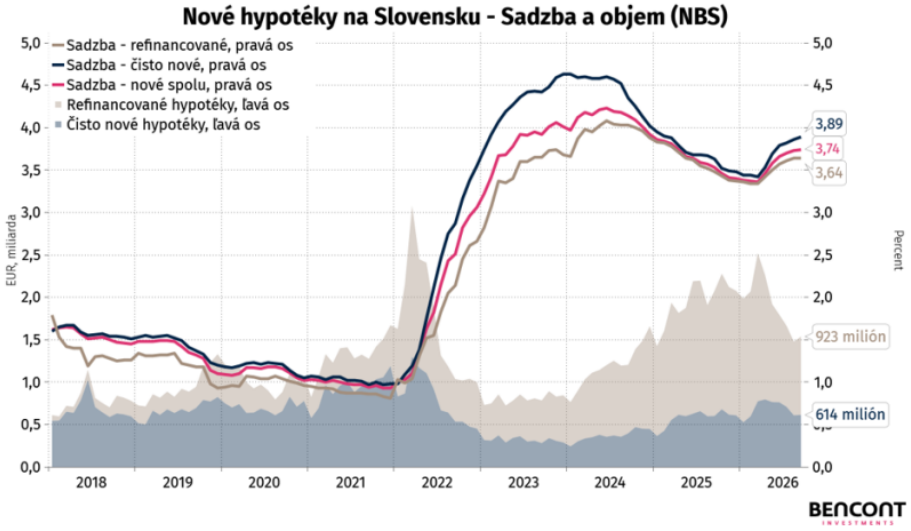
Vyššie sadzby nespomalili rast cien nehnuteľností na Slovensku

Slovenský realitný trh si aj v treťom štvrťroku 2026 udržal dvojciferný medziročný rast cien, hoci hypotéky opäť zdražujú. Podľa NBS vzrástla priemerná ponuková cena bývania medzikvartálne o 2,6 % na 3 120 eur za štvorcový meter. Nominálny medziročný rast sa pritom medzi druhým a tretím štvrťrokom zvýšil z 9,51 % na 10,87 %, zatiaľ čo inflácia HICP klesla z 3,5 % na 3,0 %. Pri nominálnom zdražovaní nemožno prehliadať reálny rast, ktorý zohľadňuje zmenu spotrebiteľských cien. Kombinácia spomaľujúcej inflácie s vyšším rastom cien nehnuteľností viedla k zrýchleniu reálneho medziročného rast ponukových cien o 7,64 % oproti druhému štvrťroku 5,81 %. Nehnuteľnosti teda zdražujú nielen v eurách, ale aj v porovnaní so všeobecnou cenovou hladinou. Ponukové ceny nehnuteľností rastú rýchlejšie ako reálne mzdy už približne rok a pol, čo predstavuje pre kupujúcich pretrvávajúce zhoršovanie dostupnosti bývania.



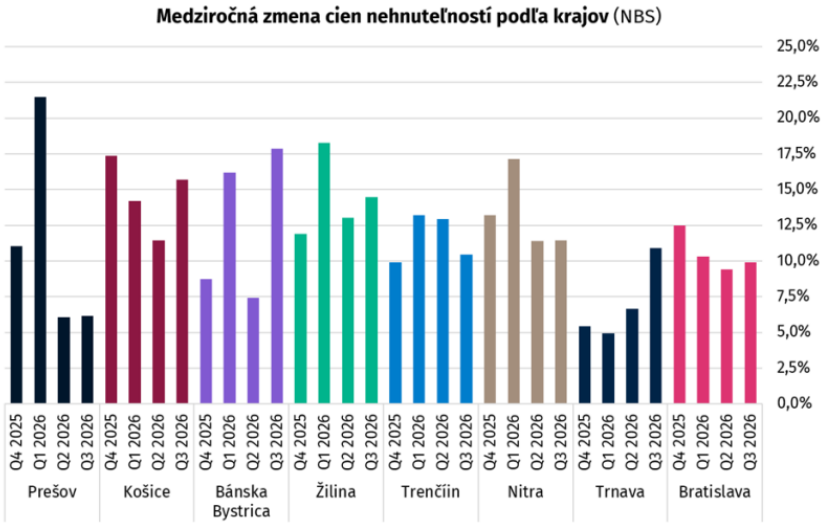
Slovensko v októbri vykázalo harmonizovanú infláciu 2,9 %, zatiaľ čo eurozóna dosiahla podľa rýchleho odhadu Eurostatu 4,0 %. Rozdiel vysvetľuje predovšetkým odlišný vývoj potravín a energií. Potraviny vrátane alkoholu a tabaku boli na Slovensku medziročne lacnejšie o 1,9 %, kým v eurozóne zdraželi o 1,6 %. Energie u nás vzrástli o 14,7 %, v eurozóne až o 20,8 %. Aj služby na Slovensku zdražovali miernejšie. Slabší rast týchto zložiek tlmí celkovú infláciu, hoci v iných

kategóriách ceny ďalej rastú. ECB reaguje na zrýchľovanie inflácie v eurozóne sprísňovaním menovej politiky, pričom ďalšie zvýšenie depozitnej sadzby na 2,75 % naceňujú trhy s úrokovými futures už na decembrovom zasadnutí s pravdepodobnosťou 93 %. Na leto 2027 sa odhaduje depozitná sadzba 3 %.



Vyššie náklady na financovanie zatiaľ neobmedzili rast cien nehnuteľností. Sadzba čisto nových hypoték dosiahla v septembri 3,89 % oproti minimám v roku 2026 okolo 3,5 %. Zvyšovanie hypotekárnych sadzieb sa zatiaľ prejavilo na mesačnom objeme refinancovaných hypoték. Z vrcholu v apríli klesol objem refinancovaných hypoték približne o polovicu na 923 miliónov eur. Objem čisto nových hypoték dosiahol 614 miliónov eur a zatiaľ nevykazuje známky spomalenia. NBS uvádza, že počet nových inzerátov medziročne klesol o 2 % a záujem kupujúcich smeroval najmä k menším a starším bytom. Preto ani oslabenie úverovej aktivity nemusí automaticky vyvolať pokles priemernej ponukovej ceny, ak sa mení štruktúra ponuky v prospech novostavieb.

Na regionálnej úrovni sme boli svedkami vysokej dynamiky medziročného rastu cien nehnuteľností v Košickom (15,68 %), Žilinskom (14,45 %) a Banskobystrickom kraji (17,86 %). V Košickom kraji pritom ceny medzikvartálne klesli o 0,3 %, zatiaľ čo v Banskobystrickom vzrástli o 9,3 % vplyvom príchodu drahších novostavieb do ponuky. Miera rastu sa zmiernila oproti predošlým kvartálom v Trenčianskom (10,44 %), Nitrianskom (11,44 %) a Bratislavskom kraji (9,91 %). Rast naberá na sile tiež v Trnavskom kraji, kde sa tempo zvýšilo zo 4,92 % v prvom štvrťroku na 10,90 % v treťom. Na opačnom konci stojí Prešovský kraj so 6,16 %. Po marcových 21,48 % ide o prudkú stratu dynamiky, nie však nevyhnutne o zlepšenie cenovej dostupnosti.



Rast cien v treťom štvrťroku podržali nákupy v predstihu a stále pomerne silný dopyt po menších a starších bytoch. Vyššie sadzby budú postupne obmedzovať kúpnu silu domácností, pričom príchod novostavieb do ponuky má tendenciu priemer ponukovej ceny zvyšovať. V základnom scenári preto predpokladáme v roku 2027 spomalenie nominálneho rastu, nie však pod úroveň inflácie. (fw)

Autori:
Analytici:
Ján Vražda (vrazda@bencont.sk)
Zdenko Lauko (lauko@bencont.sk)
Frederik Wiesner (wiesner@bencont.sk)

Junior analytici:
Matej Miroslav Miko
Ladislav Gembeš
Maroš Šery
Valéria Vráblíková

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.