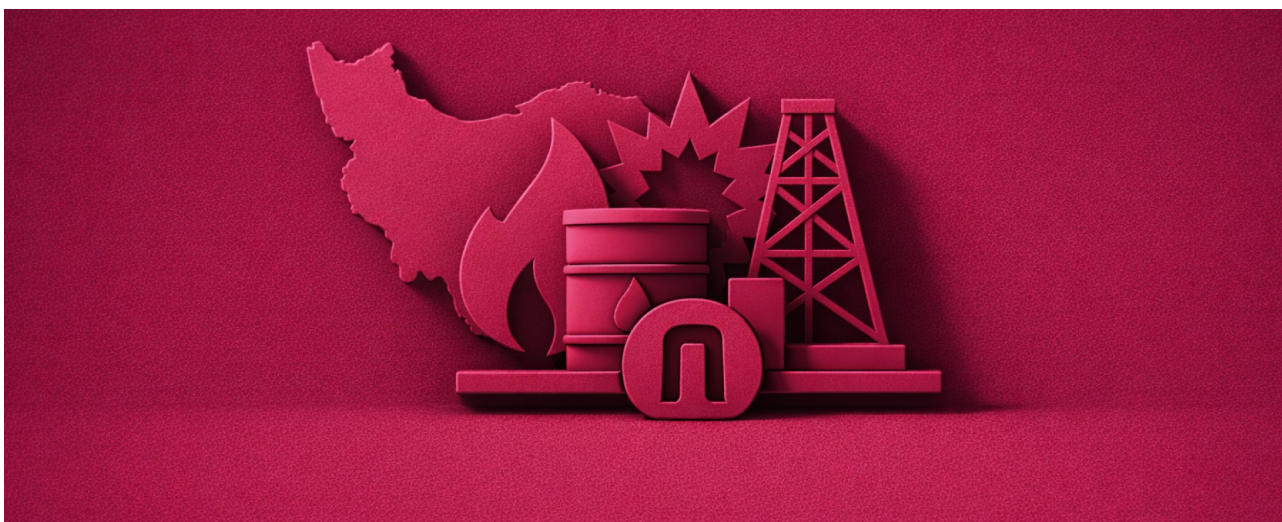
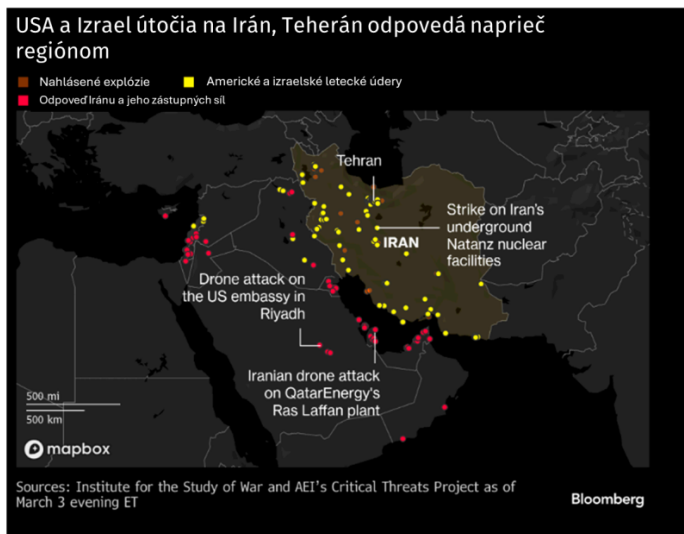


Iránsky konflikt je v plnom prúde

Iránsky konflikt sa naplno rozprúdil. Ceny ropy a plynu sa odrazili odo dna, pričom situácia v Hormuzskom prielive je napätá. Na americkom rezidenčnom trhu je viac predávajúcich ako kupujúcich. Private Credit a Private Equity v USA oslabujú pre rastúce obavy z financovania softvérových spoločností, ktorých biznis modely a cash-flow zároveň narúša disrupcia AI. Na Slovensku ku koncu roka 2025 stúpila miera nezamestnanosti.



Vojenský konflikt v Iráne sa začal 28. februára po spoločnom útoku USA a Izraela. Počas prvých 24 hodín sa americko-izraelskej operácii podarilo zlikvidovať vrchné veliteľstvo Iránu, čoho výsledkom bola aj smrť Alího Chameneího, ktorý bol považovaný za najvyššieho vodcu Iránu a na čele krajiny stál necelých 37 rokov. Americké a izraelské údery smerovali primárne na vojenské ciele, infraštruktúru a jadrové zariadenia v Natanze, ktorými sa snažili ochromiť bojaschopnosť Iránu, pričom dodnes potopili najmenej 11 námorných plavidiel.



Iránsky konflikt je v plnom prúde

Irán počas prvých 48 hodín vypálil najmenej 1 200 projektilov (kombináciu balistických rakiet a útočných dronov) primárne na americké a izraelské základne, avšak touto akciou zasiahol aj susediace krajiny, ako sú Spojené arabské emiráty, Kuvajt, Katar, Jordánsko a Bahrajn. Odhadované rezervy iránskeho arzenálu sa pohybuju na úrovni 2 000 až 3 000 balistických rakiet, pričom ich dolet v niektorých prípadoch zasahuje aj časť Európy. Irán disponuje aj masovou výrobou útočných dronov Geran-2 (Šáhí), pričom produkčná kapacita môže dosahovať až 400 kusov denne. Výhodou týchto dronov pre Irán je ich nižšia výrobná cena v rozmedzí 20- až 50-tisíc USD, zatiaľ čo spojencov vyčerpávajú drahé protiraketové systémy Patriot, pričom jedna takáto raketa vychádza až na 4,2 milióna USD. Irán vďaka tejto nákladovej výhode dokáže viesť dlhodobú opotrebovaciu vojnu.

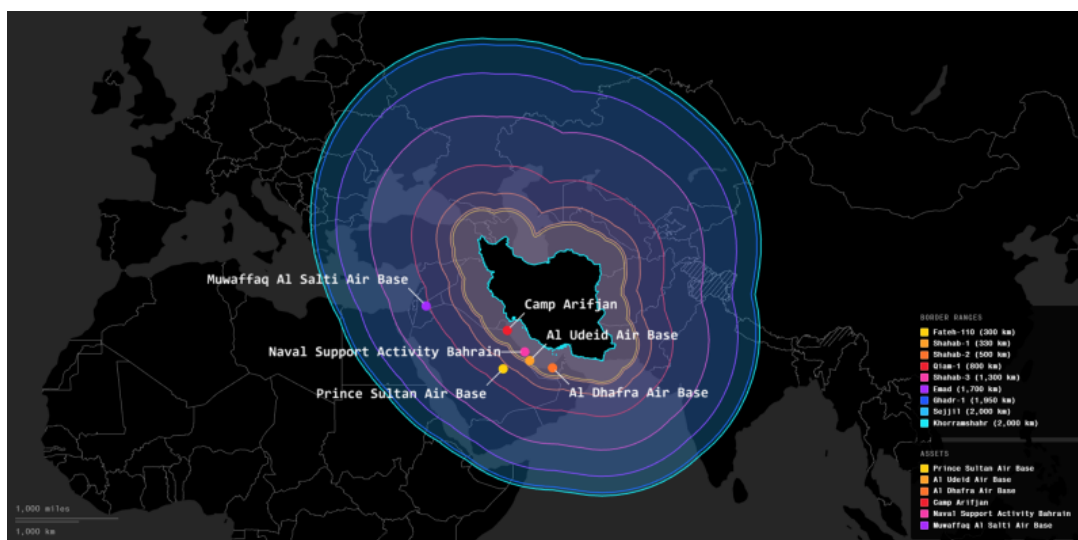
Od začiatku konfliktu bolo zrušených viac ako 23-tisíc letov smerujúcich do uzlov na Blízkom východe alebo z nich.

K úplnému uzavretiu vzdušného priestoru pre civilnú dopravu pristúpili Spojené arabské emiráty, Katar, Kuvajt, Bahrajn, Jordánsko, Irak, Sýria, Libanon aj Izrael. Na pozastavenie letov, ako aj na rastúce ceny ropy, reagovali aj akcie leteckých spoločností, pričom subindex Dow Jones leteckých spoločností sa od začiatku konfliktu prepadol o necelých 14,6 %.

USA spoločne s Izraelom sú blízko k dosiahnutiu dominancie vo vzdušnom priestore nad Iránom, pričom aj napriek niekoľkým stratám v podobe zostrelených stíhačiek sa im podarilo

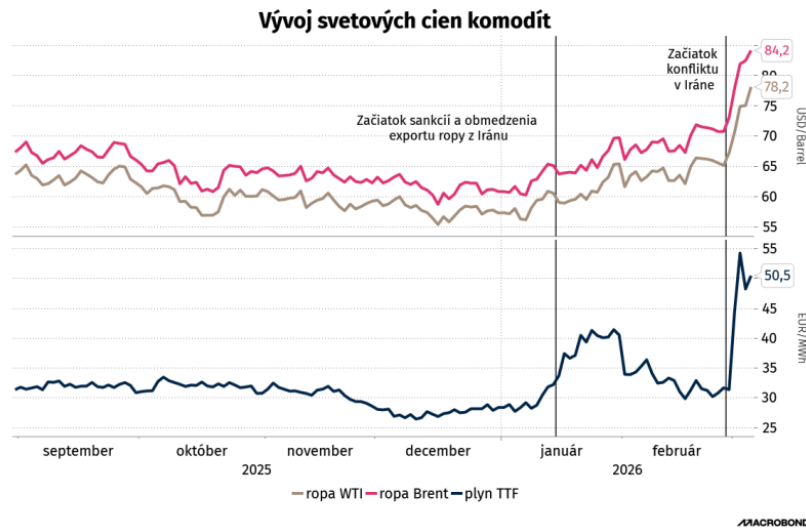
výrazne zredukovať iránsku obranu, tvorenú primárne ruskými systémami S-300. To možno pozorovať aj na intenzite útokov z Iránu, ktoré každým dňom klesajú. Zatiaľ čo v prvý deň Irán vystrelil 350 rakiet a 294 dronov, v siedmy deň konfliktu dosiahol kapacitu už len 28 rakiet a 30 dronov. Konflikt si zatiaľ vyžiadal 1 230 obetí v Iráne, zatiaľ čo USA potvrdili smrť 6 vojakov a Izrael hlási 9 mŕtvych.

Iránske rakety môžu zasiahnuť americké základne v dosahu:



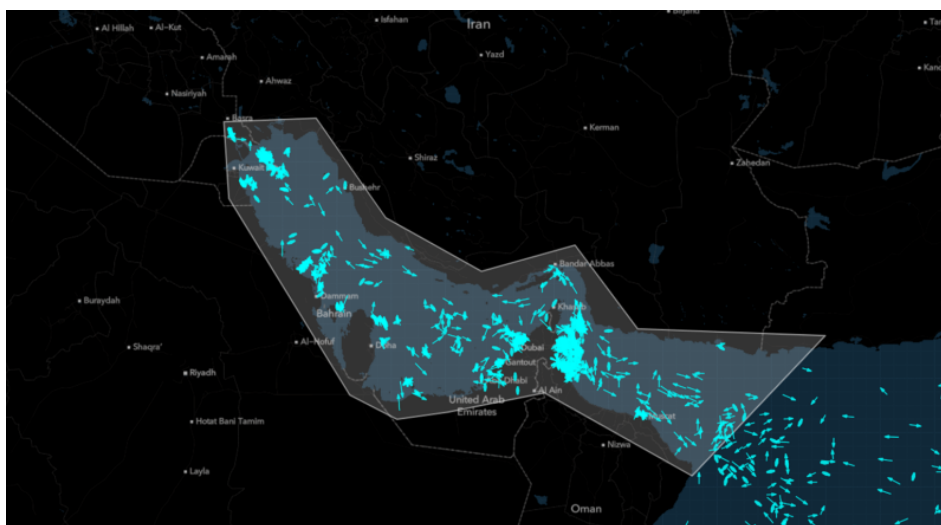
Zdroj: Bloomberg Economics

Na tento konflikt primárne reagovali ceny komodít, ktoré v posledných dňoch rástli. Ropa Brent narástla od začiatku konfliktu zo 71 USD/barel na súčasných 84,2 USD/barel. Podobný vývoj zaznamenala aj ropa WTI, ktorá narástla z približne 65 USD/barel na súčasných 78,2 USD/barel. Konflikt neovplyvňuje len svetové ceny ropy, ale taktiež ceny plynu, primárne v EÚ, kde sa ceny plynu TTF vyšplhali z necelých 32 EUR/MWh za pár dní na súčasných 50,5 EUR/MWh. Svetové ceny ropy sa šplhali vyššie už pred začiatkom konfliktu, a to z viacerých dôvodov. Jedným z nich boli protesty, ktoré prebiehali v Iráne. Ďalším faktorom boli sankcie zo strany USA, ktoré boli primárne zamerané na obmedzenie exportu iránskej ropy. Ich cieľom bolo ekonomicky izolovať Irán a pozastaviť obchodné dohody s touto krajinou.

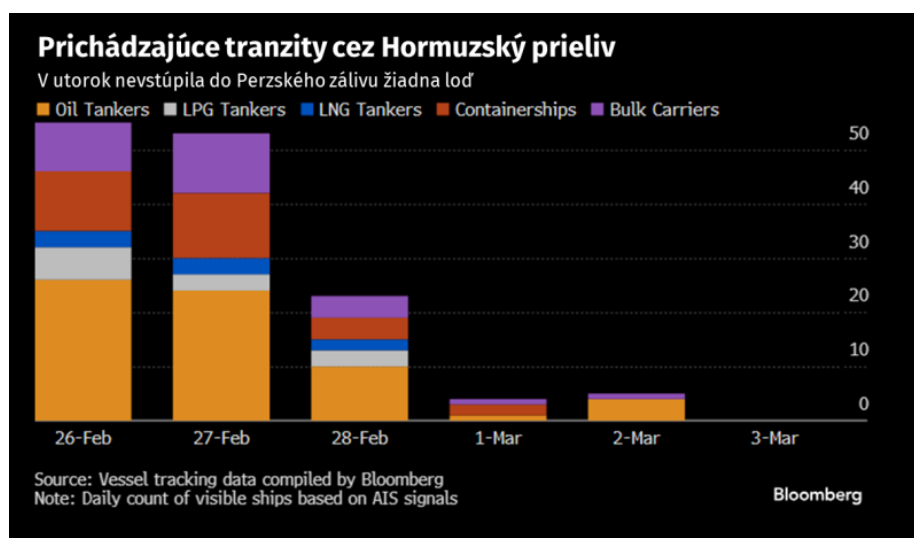
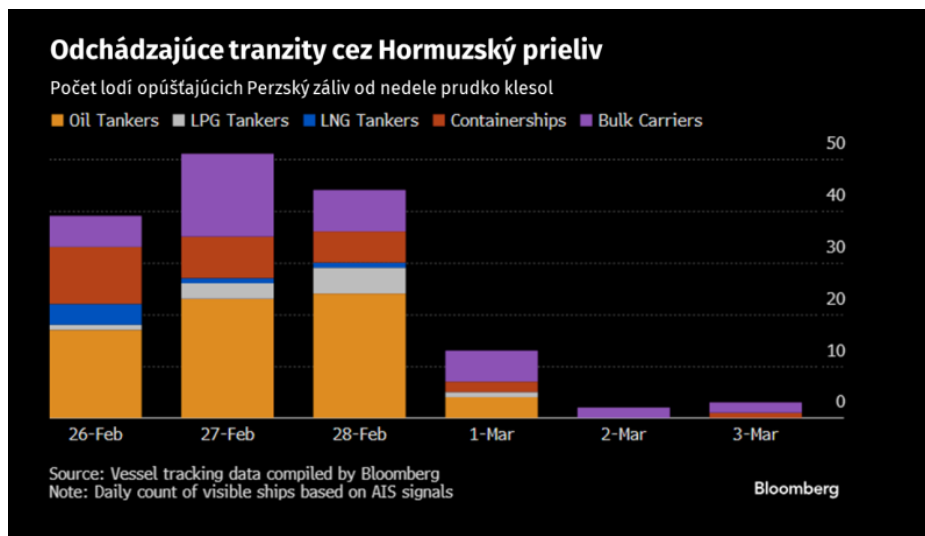


Kľúčovým faktorom, ktorý ovplyvňuje svetové ceny, je možné uzavretie Hormuzského prielivu, cez ktorý prechádza približne 20 % svetového obchodu s LNG. Hormuzský prieliv je v najužšom mieste široký len približne 34 km, pričom reálne plavebné koridory pre tankery majú len asi 3 až 4 km v každom smere. Hoci sa spojencom podarilo dosiahnuť vzdušnú prevahu, iránske revolučné gardy zasiahli najmenej päť tankerov a deklarovali pripravenosť zasiahnuť alebo zapáliť akékoľvek plavidlo, ktoré by sa pokúsilo o prechod. Približne 200 tankerov zostalo uviaznutých alebo muselo zmeniť svoju trasu v oblasti Hormuzského prielivu, čo je viditeľné aj na mape. Situáciu možno pozorovať aj na údajoch o tranzite cez Hormuzský prieliv. Zatiaľ čo 27. februára cez Hormuzský prieliv prešlo približne 50 prichádzajúcich a odchádzajúcich tankerov, 3. marca cez prieliv odišli necelé štyri tankery, pričom do Perzského zálivu neprišiel ani jeden.

Zobrazenie všetkých tankerov v oblasti Hormuzského prielivu:

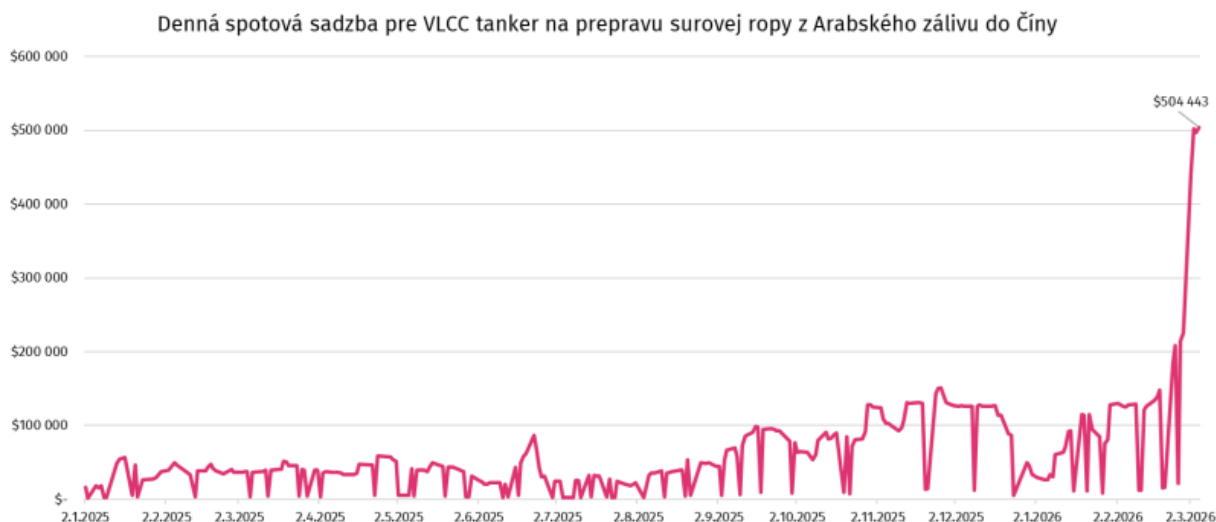


Zdroj: Bloomberg



Zhoršená situácia v Hormuzskom prielive spôsobila aj výrazný rast nákladov na prepravu ropy pomocou tankerov z tejto oblasti. To zachytáva aj denná spotová sadzba pre veľmi veľké ropné tankery z Arabského zálivu do Číny. Tá sa pred konfliktom pohybovala v rozmedzí 80 – 120 tis. USD, avšak dnes dosahuje cena za prepravu necelých 504 tis. USD. I keď je pre prepravcov cena lákavá, prináša to značné riziká. To si uvedomujú aj poisťovne, ktoré dočasne pozastavili krytie pre lode v prielive, čo USA núti zvažovať poskytovanie štátnych garancií alebo vojenského eskortu pre tankery. Čo sa týka LNG trhu, až 80 % katarského LNG smeruje na ázijské trhy. Celkovo Ázia odoberá 59 % všetkého LNG pretekajúceho cez Hormuzský prieliv. V krajinách ako Južná Kórea tvorí dovoz z tohto regiónu 20 % jej spotreby, pričom 5. marca oznámila, že pri súčasnom tempe zásoby LNG vydržia len 9 dní. Čo sa týka Taiwanu, ten má až jednu tretinu

dovožu LNG z Kataru, čo pri zastavení dodávok ohrozuje náročný polovodičový sektor.



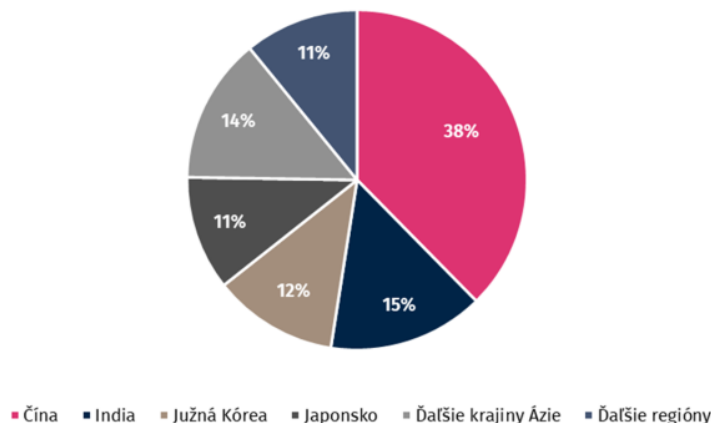
Zdroj: Bloomberg

Keď sa na situáciu pozrieme z pohľadu ropy z Hormuzského prielivu, väčšina jej tokov smeruje predovšetkým do ázijského regiónu. Najväčší podiel pripadá na Čínu (38 %), Indiu (15 %), Južnú Kóreu (12 %), Japonsko (11 %), ďalšie ázijské krajiny (14 %) a ostatné krajiny regiónu (11 %). Iránska ropa tvorí pre Čínu približne 13 % celkového námorného dovozu ropy, pričom v roku 2025 Čína nakupovala v priemere 1,38 až 1,4 milióna barelov iránskej ropy denne.

Vďaka takto úzkym obchodným vzťahom investovala Čína do Iránu viac ako 100 mld. USD do energetických a infraštruktúrnych projektov.

Čína tak prichádza o ďalšieho strategického partnera v oblasti komodít, pričom začiatkom roka stratila vplyv aj vo Venezuele po zatknutí Nicolása Madura americkou vládou. Čínska vláda sa preto môže opäť viac naviazať na Rusko, aby kompenzovala straty dodávok z Iránu. Z tejto situácie môže profitovať práve Rusko, ktorému nahrávajú nielen rastúce ceny ropy a plynu, ale aj znižujúci sa okruh obchodných partnerov Číny.

Kam smeruje ropa z Hormuzského prielivu? Najmä do Ázie



Čo sa týka Iránu, ten disponuje tretími najväčšími rezervami ropy na svete, ktoré dosahujú až 208,6 miliardy barelov, čo predstavuje takmer 12 % celkových svetových rezerv. Denná ťažba Iránu dosahuje približne 3,3 až 3,5 milióna barelov surovej ropy denne, pričom pri nezmenenej úrovni ťažby by tieto zásoby mohli vystačiť na 170 až 180 rokov.

Konflikt v Iráne zatiaľ prebieha siedmy deň, pričom režim sa zatiaľ drží vďaka intervencii armády v krajine. Protesty obyvateľov krajiny proti režimu nie sú také výrazné ako začiatkom roka, čomu zodpovedá aj razantný krok vlády, keď zasiahla násilnými represiami voči protestujúcim, pričom počet obetí týchto represíí dosahuje až 36,5 tisíca ľudí. Aktuálne však stále prebieha ostreľovanie cieľov medzi krajinami a zatiaľ ani USA, ani iná krajina nepodnikli vstup do Iránu. Hormuzský prieliv je zatiaľ obmedzený a situácia zostáva naďalej napätá. Ak by konflikt trval dlhšie, teda viac ako mesiac, ceny ropy Brent by mohli dosiahnuť úroveň 108 USD za barel, pričom cena plynu v EÚ by sa mohla priblížiť až k 74 EUR/MWh, ak bude katarský výpadok LNG naďalej pokračovať.

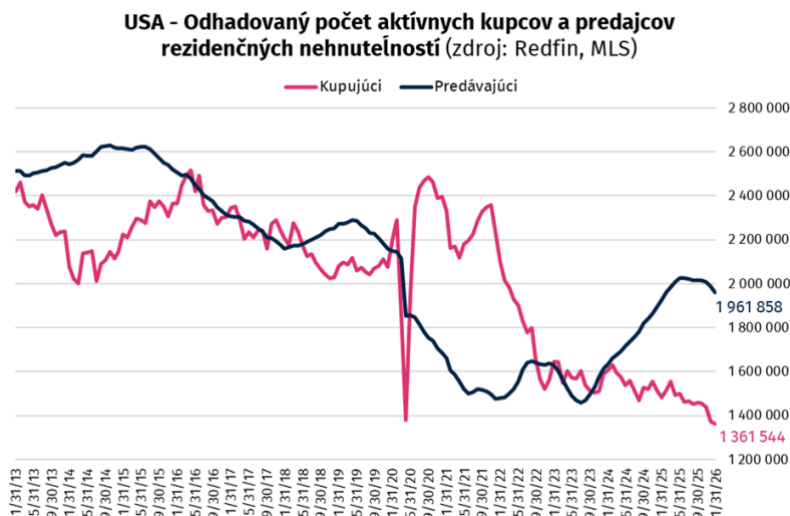
Rastúce ceny vstupných komodít sa môžu premietnuť aj do očakávanej inflácie v jednotlivých krajinách. V USA by to podľa Morgan Stanley mohlo znamenať, že každé 10 % zvýšenie cien ropy spôsobené ponukovým šokom zvýši infláciu približne o 0,35 %.

V eurozóne sa očakáva, že by tento konflikt mohol zvýšiť infláciu o 0,5 % a zároveň znížiť rast HDP o 0,1 %.

Dôvodom je aj to, že Európa je oveľa závislejšia od dovozu ropných produktov než USA. Tento rozdiel možno pozorovať aj na odlišnom vývoji očakávaných budúcich sadziieb jednotlivých centrálnych bánk. Zatiaľ čo v prípade Fed-u sa za posledných sedem dní očakávané zníženie sadziieb o 25 bps posunulo z júlového na septembrové zasadnutie, ECB zaznamenala výraznejšiu zmenu. Ešte pred začiatkom konfliktu sa totiž v prípade ECB očakávalo, že počas tohto roka nedôjde k žiadnej zmene sadziieb. Dnes sa však už naceňuje dokonca zvýšenie sadziieb o 25 bps na septembrovom zasadnutí, čo je reakciou na očakávané inflačné tlaky vyplývajúce z rastúcich cien ropy a plynu. (mmm)

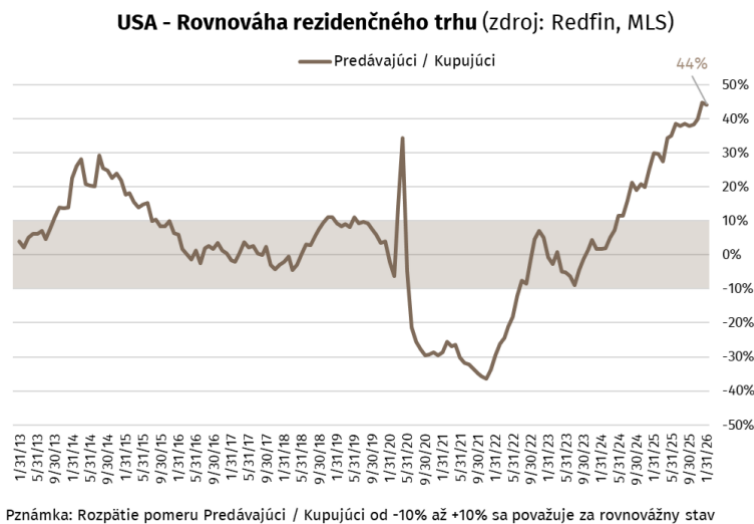
Americký rezidenčný trh je trhom kupujúcich

Na americkom trhu s bývaním sa na začiatku roka prejavuje výrazná nerovnováha medzi ponukou a dopytom. V januári 2026 sa počet kupujúcich na trhu znížil na 1,36 milióna, čo predstavuje pokles o 1 % v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom a pokles o 8 % medziročne. Ide zároveň o najnižšiu úroveň v dostupnej histórii meraní. Počet predávajúcich sa medzimesačne znížil taktiež o 1 %, pričom dosiahol približne 1,96 milióna. Tento pokles bol najvýraznejší od júna 2023 a zároveň znamenal najnižší počet predávajúcich od februára 2025. V medziročnom porovnaní však počet predávajúcich napriek tomu vzrástol o 2 %. Odhad počtu kupujúcich a predávajúcich vychádza z analýzy spoločnosti Redfin pôsojacej v online prostredí amerického rezidenčného trhu, ktorá zverejňuje priebežné údaje o cenách, ponuke a predajoch domov naprieč USA.



Nerovnováha ponuky a dopytu rezidenčných nehnuteľností sa prehľbuje

V januári 2026 bolo na trhu približne o 600 tisíc viac predávajúcich než kupujúcich, čo znamená, že počet predávajúcich prevyšoval počet kupujúcich približne o 44 %. V porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka ide o výrazné prehĺbenie rozdielu, keďže vtedy bolo predávajúcich viac iba o 30 %. Z historického hľadiska ide o druhý najväčší rozdiel od roku 2013, odkedy sú tieto údaje sledované. Ešte väčšia nerovnováha bola zaznamenaná len v decembri 2025, keď počet predávajúcich prevyšoval počet kupujúcich až o 45 %. Analýza vychádza z metodiky, podľa ktorej je „trh kupujúcich“ stav, keď počet predávajúcich prevyšuje počet kupujúcich o viac než 10 %. „Trh predávajúcich“ nastáva pri opačnom rozdieli pod úrovňou -10 % a pri odchýlke do $\pm 10\%$ ide o vyvážený trh. Podľa tejto definície sa americký trh s bývaním nachádza v režime trhu kupujúcich od mája 2024.



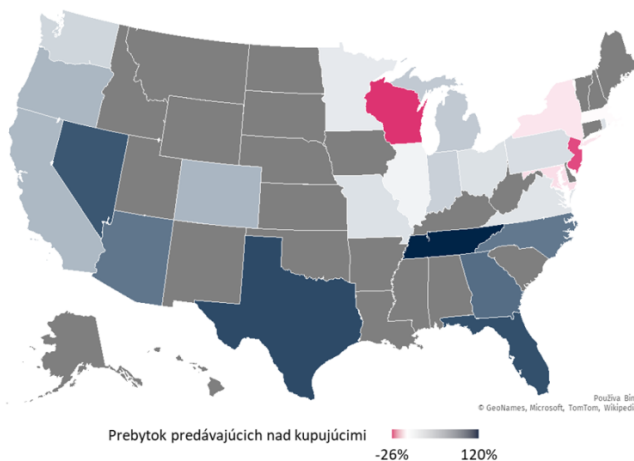
Regionálne rozdiely na rezidenčnom trhu

Napriek celkovej prevahe trhu kupujúcich existovali v januári 2026 aj regióny, kde mali navrch predávajúci. Spomedzi 50 metropolitných oblastí spĺňalo kritériá trhu predávajúcich len 5 metropol, pričom najsilnejší bol Newark v štáte New Jersey, kde bolo približne o 31 % menej predávajúcich než kupujúcich, nasledovaný okresom Nassau v štáte New York (-29 %) a Milwaukee (-26 %). V Milwaukee túto situáciu podporil najmä pokles hypotekárnych sadziieb a nedostatok ponuky. Mediánová predajná cena nehnuteľností tam v januári medziročne vzrástla o 11 %, čo bol najvyšší rast spomedzi 50 najväčších metropolitných oblastí.

Výrazné rozdiely sa prejavujú aj geograficky. Trhy kupujúcich sa sústreďujú najmä v oblasti Sun Beltu a na západnom pobreží, kým vyvážené trhy a trhy predávajúcich sú častejšie na stredozápade a východnom pobreží. Najvýraznejším trhom kupujúcich bolo v januári Miami,

kde bolo odhadom až o 159 % viac predávajúcich než kupujúcich. Nasledovali Fort Lauderdale na Floride (128 %) a Austin v Texase (124 %). Región Sun Belt počas pandémie prudko získal na atraktivite, keď sa sem presťahovalo veľké množstvo obyvateľov z drahších častí krajiny. Na rast dopytu developeri reagovali zrýchlením výstavby, takže dnes je v týchto oblastiach na predaj podstatne viac nehnuteľností, než je záujemcov o kúpu. Počet kupujúcich zároveň oslabili aj vysoké ceny bývania, ktoré mnohé domácnosti z trhu vytlačili.

USA - rozdelenie rovnováhy rezidenčného trhu v 50 najľudnatejších metropolách, január 2026 (zdroj: Redfin, MLS)



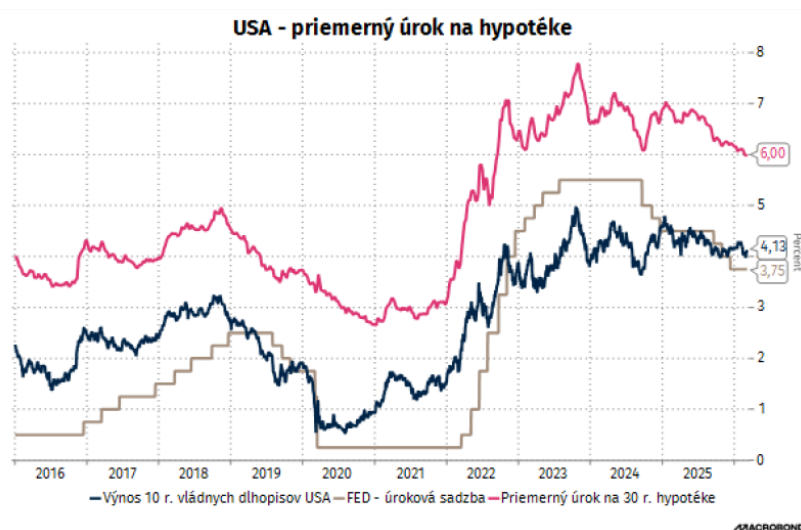
Ceny metropolitných rezidenčných nehnuteľností v januári 2026 na 5 trhoch predávajúcich vzrástli medziročne o 5 %, na 6 vyvážených trhoch o 3 % a na 39 trhoch kupujúcich len o 1 %, čo potvrdzuje silnejšiu vyjednávaciu pozíciu kupujúcich tam, kde je ponuka vyššia.

Nová výstavba pritom výrazne ovplyvňuje, či majú silnejšiu vyjednávaciu pozíciu kupujúci alebo predávajúci, keďže priamo mení vzťah medzi ponukou a dopytom. Dlhodobu platí, že severovýchod a stredozápad USA vydávajú najmenej stavebných povolení, zatiaľ čo juh a západ najviac. Osobitne Florida a Texas pokračujú vo výstavbe nových domov vo väčšom rozsahu než ostatné štáty. Florida navyše čelí rastúcej intenzite prírodných katastrof, prudkému rastu poisťného a zvyšovaniu poplatkov združení vlastníkov bytov (HOA), čo motivuje aj inštitucionálnych majiteľov k predajom a odchodu z regiónu.

Kupujúci získavajú vyjednávaciu silu, no nehnuteľnosti zostávajú stále nedostupné

Situácia, keď počet predávajúcich prevyšuje počet kupujúcich, spravidla posilňuje vyjednávaciu pozíciu kupujúcich, keďže majú širší výber dostupných nehnuteľností. Treba však zdôrazniť, že ide o priaznivú situáciu predovšetkým pre domácnosti, ktoré si kúpu nehnuteľnosti môžu dovoliť pri aktuálnych cenách a úverových podmienkach. Hypotekárna sadzba sa odvíja od bezrizikového výnosu 10 r. vládných dlhopisov a menovej politiky FED-u. Turbulentné makroekonomické prostredie, ktoré Trump vytvára, drží úrokovú sadzbu FED-u a výnosy dlhopisov vyššie ako sa pôvodne očakávalo. Napriek tomu od začiatku roka 2025 sledujeme mierne zlepšenie finančnej dostupnosti bývania a očakáva sa ďalšie uvoľňovanie menovej politiky a úverových podmienok.

Priemerná úroková sadzba na 30 r. hypotékach klesla k 23. februáru 2026 pod psychologickú hranicu 6 %, v porovnaní s úrovňou pred rokom 6,9 %. Podľa prepočtov Redfin pri mesačnom rozpočte 3 000 USD si kupujúci pri aktuálnej hypotekárnej sadzbe môže dovoliť nehnuteľnosť v hodnote približne 479 750 USD, kým na začiatku roka pri sadzbe 6,2 % to bolo 471 750 USD a pred rokom pri 6,9 % 446 000 USD. Pokles úrokových sadzieb tak zvýšil kúpnu silu domácností o 8 000 USD od začiatku roka a až o 33 750 USD v medziročnom porovnaní, čo zlepšuje ich možnosti pri výbere bývania. Rovnaký trend vidno aj pri mesačných splátkach. Pri mediánovej cene domu 423 000 USD dosahuje splátka aktuálne 2 790 USD, zatiaľ čo pri sadzbe 6,2 % by bola 2 834 USD a pri 6,9 % až 2 992 USD. Domácnosti tak môžu v závislosti od porovnávaného obdobia ušetriť približne 44 až 202 USD mesačne, čo matematicky zlepšuje dostupnosť bývania.

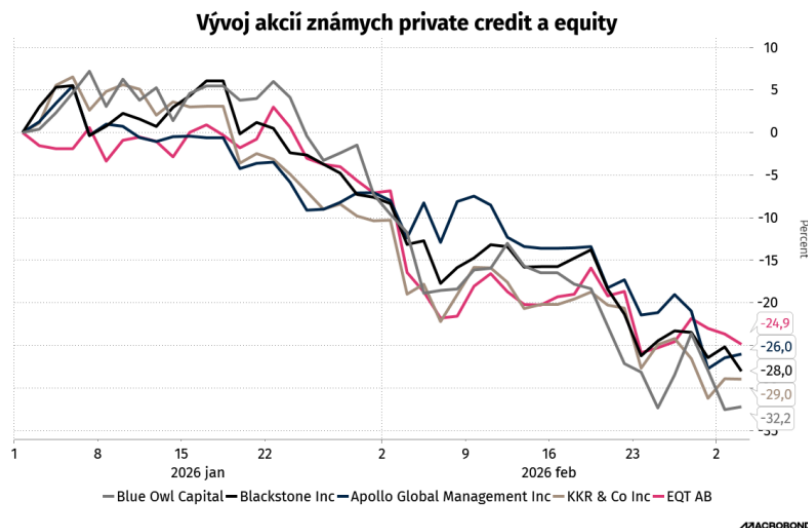


Predpoklad zlepšenia dostupnosti kúpy typického bývania však platí iba pre domácnosti, ktoré zarobia ročne 111 tisíc USD a viac. Pre zvyšné domácnosti (približne 3/5) zostáva kúpa typickej nehnuteľnosti pri LTV 70 % prakticky nedostupná. Približne polovica domácností stále hlási

pretrvávajúcu finančnú tieseň spojenú s nákladmi na bývanie. Vysoká priepasť medzi počtom predávajúcich a kupujúcich, tak odráža prebytok ponuky v dôsledku nedostupnosti a nie silu kupujúceho. Aktuálne zlepšenie úverových podmienok tak prináša priestor na refinancovanie pre už zadlžené domácnosti a nie oživenie rezidenčného trhu. (fw)

Private Credit a Private Equity v USA slabnú pre obavy z udržateľnosti softvéru a vplyvu AI disrupcie

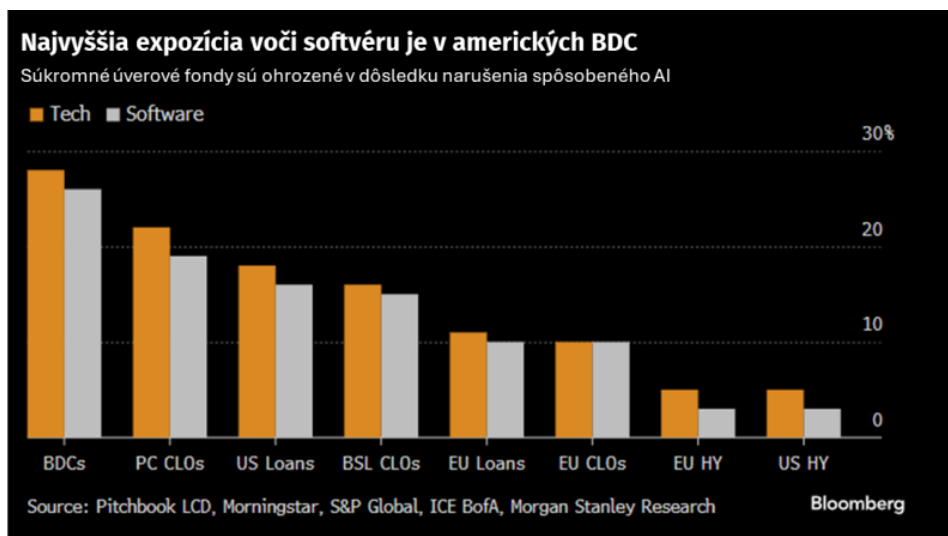
Aktuálne na trhu prebieha výrazné preceňovanie spoločností z oblasti private credit a private equity, ktoré primárne financujú alebo držia podiely v softvérových firmách. Hlavnými dôvodmi sú obavy z disrupcie AI, od ktorej sa očakáva, že môže zásadne zmeniť trh softvérových spoločností a nahradiť veľkú časť súčasných softvérových aplikácií a služieb prostredníctvom AI modelov. V dôsledku toho dochádza k preceňovaniu nielen samotných softvérových spoločností, ale aj subjektov, ktoré držia ich dlh, prípadne vlastnicke podiely. Tento vývoj bolo možné pozorovať aj na poklese akcií vybraných spoločností od začiatku roka: Blackstone (-28 %), Apollo (-26 %), KKR (-29 %) a Blue Owl, ktorý zaznamenal najvýraznejší prepád až o 32,2 %. Situácia sa preniesla aj na európsku investičnú spoločnosť EQT AB, ktorej akcie klesli o 24,9 %.



Trh súkromného dlhu v USA, ktorý sa rozrástol na približne 1,7 až 2 bil. USD, čelí prvým vážnym rizikám od finančnej krízy v roku 2008. Jedným zo zlomových momentov, ktoré signalizovali napätie na trhu, bola spoločnosť Blue Owl Capital. Tá 19. februára natrvalo pozastavila štvrtročné odkupy vo svojom fonde OBDC II po tom, čo žiadosti o odkup v prvých deviatich mesiacoch roka 2025 dosiahli približne 150 mil. USD, čo predstavovalo 20 % medziročný nárast.

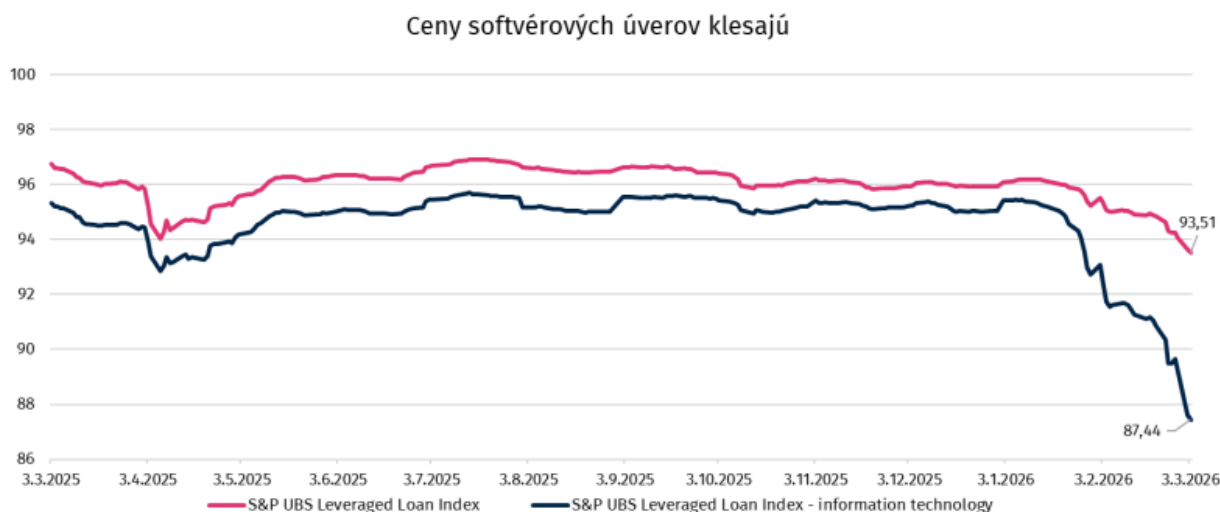
Spoločnosť umožnila investorom návrat kapitálu prostredníctvom priameho predaja úverov v hodnote 1,4 mld. USD (z toho 600 mil. USD pochádzalo priamo z OBDC II) štyrom inštitucionálnym investorom. Aktíva boli predané za 99,7 % nominálnej hodnoty (par), čo manažment považuje za dôkaz kvality portfólia. Zároveň však ide o formu „cherry-pickingu“, keď Blue Owl predala svoje najlikvidnejšie a najkvalitnejšie úvery, zatiaľ čo v bilancii jej zostali koncentrovanejšie, menej likvidné a softvérovo náročné aktíva s vyšším rizikom. V dôsledku toho trh momentálne oceňuje akcie Blue Owl s diskontom 25,5 % voči NAV (čistej hodnote aktív), čo naznačuje, že investori neveria internému oceňovaniu aktív zo strany manažmentu fondu.

Keď sa pozrieme na najväčšiu úverovú expozíciu v segmente softvérových a technologických spoločností, najväčší podiel dosahujú americké BDC (verejne obchodované aj neobchodované investičné spoločnosti), ktoré poskytujú úvery a kapitál najmä stredne veľkým, často neverejným firmám. Ich expozícia pri technologických firmách dosahuje 28 % a pri softvérových firmách až 25 %. Druhú najväčšiu expozíciu predstavujú PC CLO, teda „balíky úverov“ z private creditu, ktoré sa následne prebalujú do investičného produktu a predávajú investorom. V tomto prípade podiely dosahujú pri technologických firmách 22 % a pri softvérových firmách približne 19 %.



Takto vysoká expozícia úverov voči firmám zo softvérového aj zdravotníckeho sektora môže v súčasnosti spôsobovať čiastkové problémy, ktoré sa už začínajú prejavovať aj na trhu. Napríklad veritelia spoločnosti Envision Healthcare (zabezpečuje a manažuje lekárske tímy) v rámci reštrukturalizácie získali späť len 10 až 15 centov z každého investovaného dolára, čo predstavuje takmer úplnú stratu istiny. V prípade softvérových spoločností možno uviesť Medallia Inc. (softvér na riadenie zákazníckej skúsenosti), ktorej dlhové nástroje v portfóliách fondov boli precenené nadol na 78 – 79 centov za dolár z pôvodných 91 centov. Ďalším príkladom zo softvérového segmentu je spoločnosť Pluralsight Inc. (vzdelávacia softvérová platforma), ktorá mala dlh vo výške až 1,7 mld. USD, avšak nebola schopná ho splatiť.

Spoločnosť preto prevzali investori, približne 1,2 mld. USD bolo čiastočne konvertovaných na vlastnícky podiel a zvyšok bol odpustený.



Zdroj: Bloomberg

Na takéto negatívne správy reaguje aj trh, ktorý preceňuje riziko úverov v segmente informačných technológií. Kým hodnota indexu celkových pákových firemných úverov klesla z dlhodobej úrovne približne 96 na aktuálnych 93,5, subindex sledujúci iba úvery zo sektora informačných technológií sa znížil z pásma 94 – 96 na 87,4, čo predstavuje takmer 8 % pokles za posledné dva mesiace.

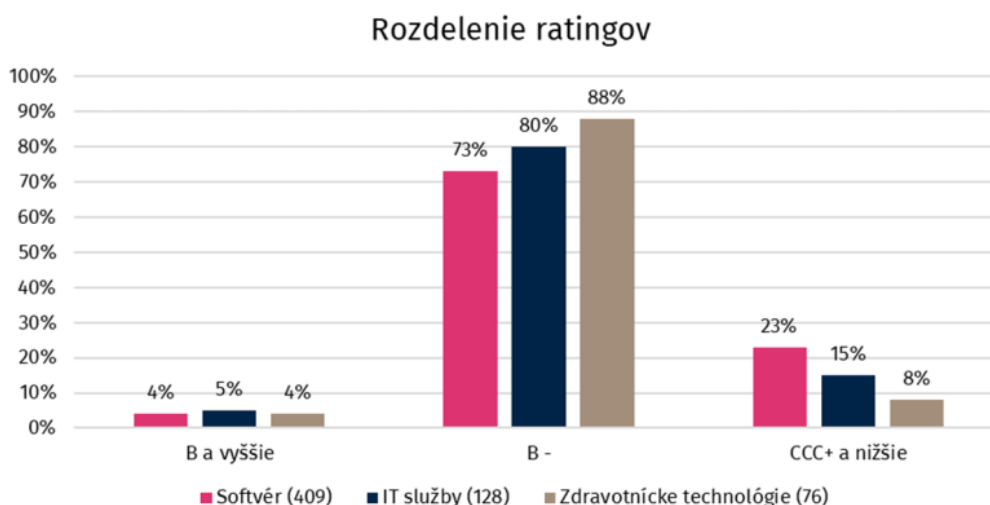
Trh reaguje aj na správy o defaultoch úverov v oblasti softvéru. Zatiaľ čo manažéri jednotlivých fondov vykazujú mieru defaultov pod 2 %, nezávislé údaje (napríklad Fitch) naznačujú mieru defaultov až na úrovni 5,7 % k novembru 2025. Pri menších firmách (EBITDA pod 25 mil. USD) dosahuje táto miera až 12,9 %.

V najhoršom scenárii disrupcie spôsobenej AI odhaduje banka UBS nárast defaultov pri súkromných úveroch až na 13 – 15 %.

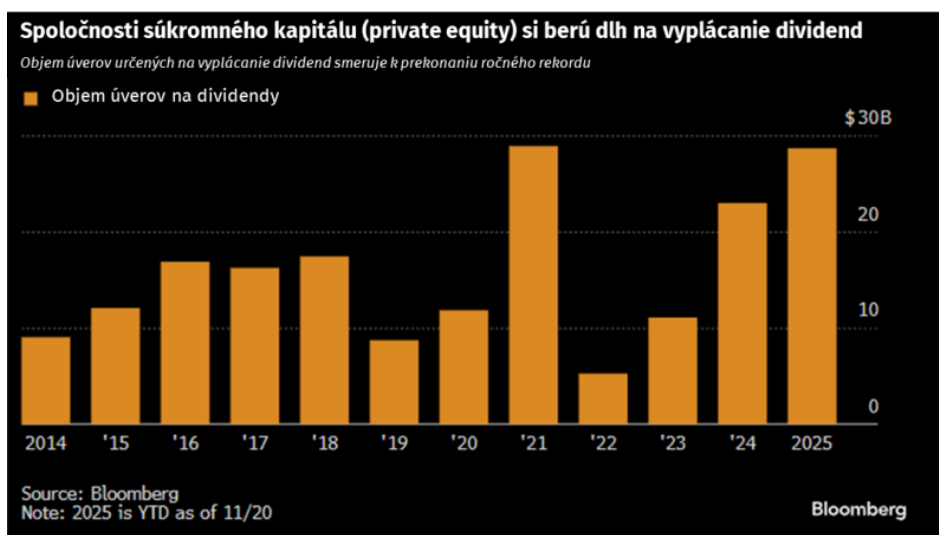
S defaultmi súvisí aj mechanizmus tzv. „PIK toggles“. Ide o zmluvné ustanovenie, ktoré dlžníkovi v problémoch umožňuje neplatiť úroky v hotovosti, ale pripísať ich k istine úveru. Celkový objem týchto PIK úverov dosahuje približne 44,6 mld. USD. Podľa analýz je až 59 % všetkých defaultov maskovaných práve odkladom úrokov alebo ich konverziou na PIK. Z pohľadu účtovníctva sa takéto úver stále javí ako „výkonný“ (performing), hoci reálne negeneruje žiadnu hotovosť. Dochádza k umelému rastu NAV, keďže sa úroky pripisujú k istine: hodnota úveru v súvahe fondu paradoxne rastie, hoci úverová kvalita dlžníka klesá. Dôvodom nafukovania NAV je aj to, že si následne manažéri fondov účtujú poplatky za správu v hodnote zvyčajne 1 – 2 % NAV. Ak sa

pozrieme na PIK úvery, tvoria v priemere 8 – 9 % príjmov verejných BDC, pričom u niektorých spoločností, ako je Monroe Capital, dosahuje tento podiel až 24 %. To sa prejavilo aj negatívnou reakciou trhu, ktorý znížil hodnotu tejto spoločnosti za necelý deň o takmer 20 %.

Keď sa pozrieme na kvalitu úverov podľa ratingu agentúry S&P Global Ratings, môžeme vidieť, že väčšina firiem má slabší kreditný profil na úrovni B-, pričom najväčší podiel dosahujú práve firmy zo zdravotníckeho sektora s celkovým podielom až 88 %. Čo sa týka najrizikovejšieho pásma CCC+ a nižšie, tam dominujú spoločnosti zo segmentu softvéru (23 %) a IT služieb (15 %). V aktuálnej situácii tak zároveň dochádza aj k výraznému reratingu úverov, ktorý budeme môcť pozorovať v nasledujúcich mesiacoch.



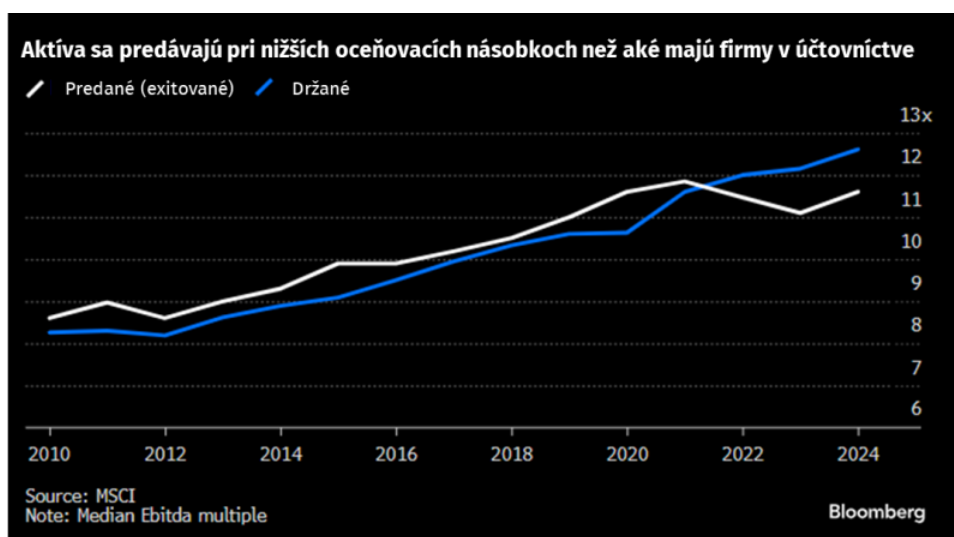
Zdroje: S&P Global Ratings



Súčasnú návratnosť hodnoty spoločníkom prostredníctvom PE je o niečo náročnejšie, keďže trhy IPO a M&A sú utlmené. Vidieť to aj na počte exitov (predajov firiem), ktorý klesol z 1 210

v roku 2021 na iba 323 v roku 2023. Firmy sa preto uchylujú k agresívnym metódam. Jednou z nich je dividendová rekapitalizácia, ktorá funguje tak, že portfóliová spoločnosť si vezme úver a z týchto prostriedkov vyplatí dividendy vlastníkovi (PE fondu). Objem úverov použitých na výplatu dividend pritom v roku 2025 dosiahol rekordných 28,7 mld. USD, čo je úroveň porovnateľná s rokom 2021. Ďalším spôsobom, ako si manažéri udržiavajú likviditu, je buď požičiavanie si proti celým portfóliám, alebo presúvanie aktív medzi fondmi, čo však zvyšuje celkovú zadlženosť spoločností.

Problematika poskytovania úverov softvérovým spoločnostiam, pri ktorej napríklad pri defaulte dochádza k zmene veriteľa úveru na investora s podielom v spoločnosti, prináša jeden problém. V účtovníctve sa síce hodnota podielu môže vykázať v sume zodpovedajúcej hodnote úveru, avšak v skutočnosti môže byť realita odlišná. To možno pozorovať aj na rozdieloch v EBITDA násobku, ktorý sa v posledných rokoch výrazne líši medzi tým, čo investičné spoločnosti reportujú vo svojej súvahe, a tým, za aké násobky spoločnosti v roku 2024 exitovali na trhu. Tento rozdiel predstavoval 11,6-násobok, zatiaľ čo v súvahe sú ohodnotenú na úrovni 12,7-násobku.

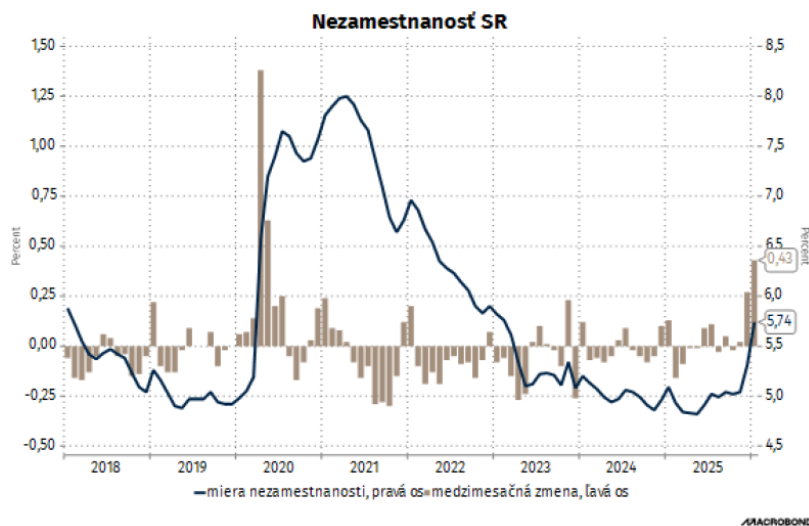


Či už ide o štrukturálny problém v podobe nesprávneho ocenenia aktív prostredníctvom kreatívneho oceňovania (Level 3 accounting), pri ktorom fondy oceňujú aktíva na základe interných modelov a nie trhových cien. Dôsledkom sú výrazné divergencie, keď rôzne fondy oceňujú ten istý úver s rozdielom až 15 p. b. Problém v private credit sa presúva aj na regionálne a komunitné banky, ktoré týmto PC poskytli približne 95 mld. USD. Ak však dôjde k výrazným margin callom v PC fondoch a následnému oslabeniu kapitálovej pozície bánk, môže to mať ďalšie dôsledky. Tie isté banky držia 60 % zo 4,5 bil. USD splatných úverov pre komerčné nehnuteľnosti (CRE). Ak banky v dôsledku strát v PC utlmia úverovanie, trh úverov CRE môže pri refinancovaní čeliť vlne defaultov. Životné poisťovne v USA držia v súkromnom dlhu až 35 % portfólia v rezervách. Ak sú však tieto aktíva nadhodnotenú a ratingy umelo zvýšené, môže

to ohroziť solventnosť celého poisťovacieho systému. (mmm)

Slovenský trh práce sa koncom roka 2025 ochladil

Slovenský trh práce zaznamenal v závere roka 2025 citeľné ochladenie, ktoré ukončilo obdobie historických mínim miery nezamestnanosti z predchádzajúceho roka. Miera nezamestnanosti vo štvrtom kvartáli vzrástla na 5,6 % (pričom trend smeroval k úrovni 5,7 %), zatiaľ čo priemerná hodnota za celý rok 2025 sa ustálila na 5,4 %. Počet ľudí bez práce sa v závere roka vyšplhal na 155 000, čo predstavuje najvyššiu hodnotu za posledné dva roky.



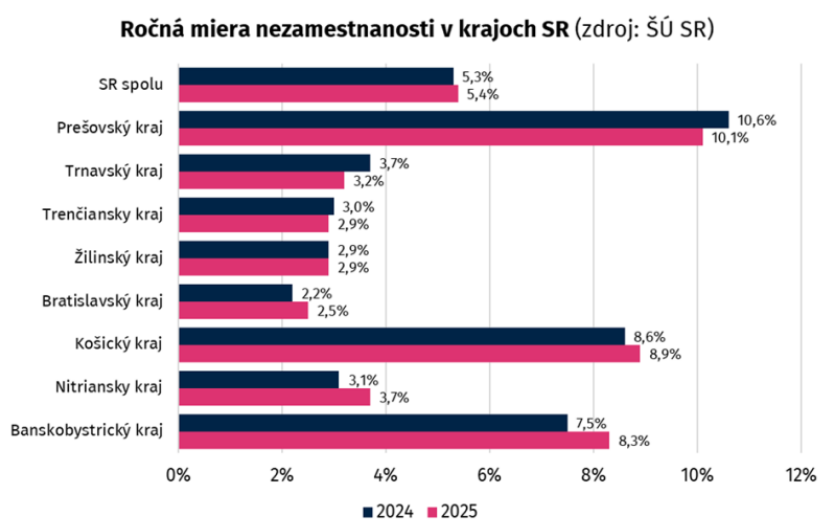
Za týmto nárastom stojí niekoľko kľúčových faktorov. Primárnym dôvodom je slabá ekonomická aktivita a vyostrená konkurencia vo svetovom obchode spojená s obchodnými bariérami. Priemyselný sektor zasiahla vlna hromadných prepúšťaní, pričom ohlásené odchody veľkých zamestnávateľov, ako je Samsung z Galanty či redukcia stavov vo firmách Foxconn a Ecco Slovakia, sú priamym dôsledkom poklesu objednávok a zmien v globálnom dopyte.

Ďalším významným dôvodom sú rastúce mzdové a prevádzkové náklady. Nominálne mzdy rástli v poslednom štvrtroku roku 2025 tempom 5,8 % a spolu s nákladmi vyplývajúcimi z konsolidácie verejných financií to znamenalo pre firmy narazenie na limity ich možností. K zhoršeniu štatistík prispel aj pokles miery participácie, najmä u mladých ľudí, a administratívny vplyv sprísnenia pravidiel poberania dávok, ktorý urýchlil registráciu uchádzačov na úradoch práce koncom roka.

Počas roka 2025 sa počet nezamestnaných zvýšil

v piatich z ôsmich krajov Slovenska.

V relatívnom vyjadrení vzrástla ročná miera nezamestnanosti najvýraznejšie v Nitrianskom, Bratislavskom a Banskobystrickom kraji. Najvyšší absolútny prírastok zaznamenal Banskobystrický kraj, kde pribudlo 2 400 ľudí bez práce. Naopak, priaznivý vývoj nastal v Prešovskom kraji, v ktorom počet nezamestnaných klesol o 0,5 p. b., no aj napriek tomu tu zostal najvyšší počet nezamestnaných, a to 40 000. Nasledoval Košický kraj s 33 000 nezamestnanými a Banskobystrický kraj s 26 000 osobami bez zamestnania. Tieto tri kraje zároveň vykazovali aj najvyššiu mieru nezamestnanosti, a to v rozpätí od 10,1 % do 8,3 %.



V kvartálnych údajoch miery nezamestnanosti dosiahol Prešovský kraj historické zníženie na 8,8 % v poslednom štvrtroku 2025 najmä vďaka sektoru stavebníctva, ktorý v roku 2025 výrazne profitoval z kulminácie čerpania prostriedkov z Plánu obnovy. Celkovú štatistiku zároveň ovplyvnil úbytok ekonomicky aktívnych osôb v dôsledku klesajúcej demografie a celoslovenského poklesu miery participácie na trhu práce. Ide o významný medziročný pokles oproti koncu roka 2024, kedy miera nezamestnanosti v tomto regióne dosahovala 10,5 %. Vďaka tomuto výsledku sa kraj prvýkrát po piatich rokoch dostal na jednocifernú úroveň a v rebríčku regiónov s najvyššou nezamestnanosťou si vymenil pozíciu s Košickým krajom s úrovňou nezamestnanosti 9 %. Pozitívny medziročný vývoj miery nezamestnanosti okrem Prešovského kraja zaznamenali aj Trnavský a Trenčiansky kraj.

Na národnej úrovni môžeme očakávať v roku 2026 ďalšie ochladenie trhu práce, keďže sentiment zamestnávateľov je silno negatívny. Až 29 % zamestnávateľov očakáva v roku 2026 pokles počtu zamestnancov, pričom upriamujú pozornosť na šetrenie a optimalizáciu. Nárast

miery nezamestnanosti však bude aj naďalej zmierňovaný klesajúcou demografiou. (fw)

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

Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT, a môže byť reprodukováný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.