CRE úvery čelia v roku 2026 refinancovaniu

Rok 2026 prinesie test odolnosti amerického finančného systému, keď sa na trh valí takmer bilión dolárov v refinancovaní úverov komerčných nehnuteľností. Najočakávanejšie IPOs v roku 2026, pričom môže ísť o jedno z najdrahších IPOs v histórii. Prudký nárast cien energetických komodít spôsobený uzavretím Hormuzského prielivu sa už prejavil v nárast miery inflácie v marci 2026. Do akej miery ovplyvňuje rast cien ropy svetové letecké spoločnosti a aké nástroje využívajú na zmiernenie jeho dopadov?

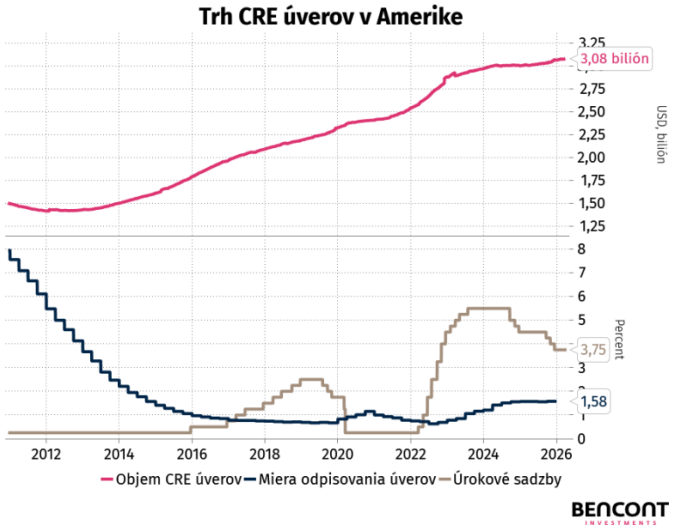


V správe z konca októbra 2025 ratingová agentúra S&P Global zverejnila, že americký úverový trh v roku 2026 zasiahne refinancovanie úverov komerčných nehnuteľností (CRE) v približnej výške 936 miliárd dolárov. Hoci tieto úvery mali byť pôvodne refinancované v roku 2024, veritelia vďaka posunu takzvanej „steny splatnosti“ využili predĺženie splatnosti až do roku 2026. Hlavné obavy z presunu refinancovania plynuli z vysokých úrokových sadzieb, ktoré sú pri väčšine CRE úverov o 200 bázických bodov nižšie, než sú aktuálne trhové podmienky.

Skrytá hrozba v podobe CRE úverov

Čo to sú CRE úvery?

CRE úver (Commercial real estate) predstavuje, ako už vyplýva z názvu, úver na komerčné nehnuteľnosti. Medzi komerčné nehnuteľnosti zaraďujeme kancelárske budovy, bytové komplexy, logistické haly, obchodné centrá a hotely. Mechanika CRE úverov sa líši od klasického hypotekárneho úveru, pri ktorom nám banka požičia peniaze (na Slovensku pri LTV vo výške 80 %) a dlžník tento úver spláca v dohodnutom období, najčastejšie 30 rokov. Pri CRE úveroch banka požičia dlžníkovi prostriedky pri LTV = 60 %, pričom dlžník musí tento úver refinancovať každých 5 rokov. Funguje to na princípe, že ak má nehnuteľnosť k 1. 1. 2026 hodnotu 100 dolárov, banka nám požičia 60 a zvyšných 40 tvorí vlastný kapitál. K 1. 1. 2031, kedy sa očakáva refinancovanie (keďže sú tieto úvery najčastejšie viazané na 5 rokov), musíme veriteľovi splatiť pôvodných 60 dolárov, ktoré sme od neho v prvom roku dostali. Zároveň však na druhej strane získame nový úver vo forme LTV = 60 % zo súčasnej ceny nehnuteľnosti. Refinancovanie sa tak týka celkovej výšky úveru aj úrokových nákladov s ním spojených. Dlžník následne nehnuteľnosť prenajíma a tento prenájom mu zabezpečuje príjem, z ktorého spláca úroky, veľká časť CRE funguje tak, že na začiatku sa splácajú len úroky a na konci sa splatí jednorazová veľká sumu tzv. „balón“. Príjem, v tomto prípade NOI (čistý operatívny zisk), vstupuje do pomeru s úrokovými nákladmi, čím veriteľ získava prehľad o ziskovosti daného projektu. Táto ziskovosť sa označuje pojmom DSCR (pomer úverového krytia), kde DSCR = NOI / úrokové náklady.



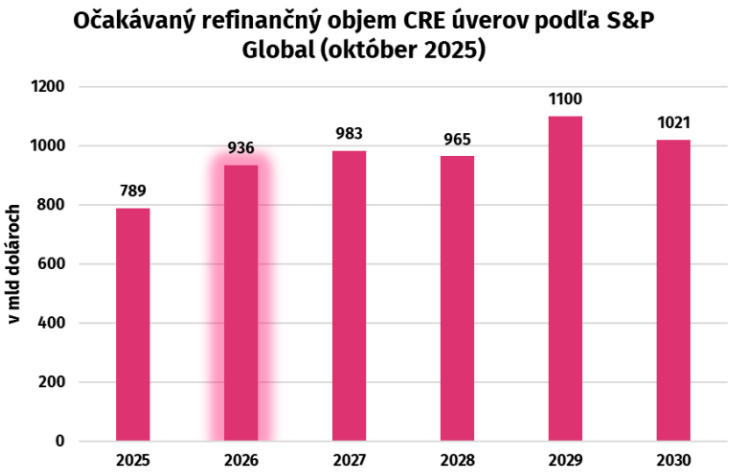
Kde nastáva problém?

Z mechaniky CRE úverov možno pozorovať, že na tieto úvery môže byť vyvíjaný tlak z troch strán.

Prvá strana sa týka cien nehnuteľností, ak tie klesnú oproti hodnotám, pri ktorých bol úver poskytnutý, dlžník musí doplatiť rozdiel vzniknutý medzi starým a novým úverom. Druhá strana súvisí s úrokovými nákladmi. Keďže boli úrokové sadzby v rokoch 2021 – 2022 na najnižších úrovniach, často označovaných ako „nulové sadzby“, dnešné prostredie vytvára nebezpečný problém, pri ktorom sa úrokové náklady na úveroch môžu zdvojnásobiť či v niektorých prípadoch až strojnásobiť. Tento scenár vyvíja tlak na DSCR, a teda na celkovú ziskovosť projektu. Tretia strana sa týka NOI, čo je rozdiel medzi príjmami a nákladmi v danom projekte. Ak teda príjmy klesajú a náklady rastú, NOI prirodzene klesá. NOI sa spája najmä s obsadenosťou prenajímateľnej plochy. Ak budova disponuje plochou, ale z dôvodu nízkej obsadenosti táto plocha negeneruje príjem, tak NOI klesá. Tieto dva faktory ovplyvňujú ziskovosť projektu a to, či sa podarí udržať DSCR vyššie ako 1, pretože v opačnom prípade projekt nie je ziskový a dlžník nedokáže splácať úroky. Prvý spomínaný problém sa týka refinančného rizika, kedy dlžník potrebuje nájsť dodatočný kapitál, ktorý mu chýba pri vyplatení pôvodného úveru.

Súčasnosť

Ako sme už spomínali, väčšina CRE úverov vznikla v roku 2021, teda v období nulových sadzieb. Prvá vlna splatnosti sa začala objavovať v rokoch 2024 a 2025, kedy banky z dôvodu vyšších sadzieb a nižších cien nehnuteľností splatnosti predlžovali. V súčasnosti v roku 2026 nastáva refinančný objem na úrovni 936 miliárd dolárov, pričom v roku 2027 sa má tento objem navýšiť až na 1,26 bilióna dolárov. Keďže rok 2027 predstavuje vrchol splatnosti CRE úverov, rok 2026 bude v tomto poradí obdobím, kedy nastane problém s refinancovaním. Tieto ťažkosti sa následne prelejú aj do ďalšieho roku, v ktorom sa budú problémy pri vyšších refinančných objemoch naďalej kumulovať.



Koho sa to týka?

Celkové refinančné objemy sa sústreďujú u úzkej skupiny veriteľov, ktorú v najväčšom zastúpení tvoria komerčné banky, vládne agentúry, CMBS/CLO (sekuritizované trhy), poisťovne, súkromný kapitál a ostatné subjekty. Túto štruktúru možno ďalej rozdeliť tak, že banky tvoria najväčšiu časť (približne 42 %), vládne agentúry 16 %, CMBS/CLO 22 %, poisťovne 10 %, súkromný kapitál 7 % a ostatní 3 %. Subjekty ako poisťovne a vládne agentúry predstavujú najbezpečnejší trh, keďže zväčša investujú do špičkových nehnuteľností s veľmi stabilnými príjmami. Vládne agentúry navyše prostredníctvom federálnych subjektov Fannie Mae a Freddie Mac financujú výstavbu bytových komplexov.

V tomto prostredí sú najviac ohrozenými článkami banky a súkromný kapitál. Odhadovaný objem, ktorý budú musieť banky v roku 2026 refinancovať, predstavuje približne 396 miliárd dolárov, čo tvorí 17 % z celkového objemu ich CRE úverov. Regionálne banky s aktívami pod 70 miliárd dolárov majú v CRE úveroch alokovaných častokrát viac ako 40 % svojich celkových aktív. Hoci je priemer u týchto bánk 31 %, niektoré z nich túto hranicu 40 % výrazne prekračujú. Predpokladá sa preto značný tlak na CET1, ktorý reprezentuje najkvalitnejší kapitál banky, pričom najviac postihnutými by mohli byť banky, ktoré majú veľkú časť aktív koncentrovanú priamo v CRE úveroch. Ak by sme chceli kvantifikovať stres testy, tak priemerná páka pri týchto bankách je 9:1, čo znamená, že aby banky prešli do insolventnosti, aktíva banky by museli klesnúť o 11 %.

To však nevyhnutne neznamená, že banky sa dostanú do problémov až pri 11-percentnom poklese CRE úverov, pretože v systéme sú stále prítomné straty z roku 2022. Vtedy došlo k prudkému preceneniu dlhopisov, ktoré v súčasnosti takisto oslabujú najkvalitnejší kapitál bánk. Tieto straty na CET1 však nie sú v bankovom sektore účtovne viditeľné, pretože banky dlhopisy neoceňujú trhovou, ale účtovnou cenou. To spôsobuje, že banka môže pôsobiť účtovne solídne, hoci ekonomicky čelí problémom. Takisto pokles aktív o 11 % neberie do úvahy pokles vkladov v samotných bankách, ak by banky začali strácať na aktívach a zároveň by došlo k masívnemu odlivu vkladov v bankách, páka by sa prirodzene zvyšovala a prepad aktív by masívne tlačil na CET1.

Na druhej strane do tohto procesu vstupuje súkromný kapitál, ktorý v posledných rokoch začal problémové CRE úvery od komerčných bánk vykupovať, čím sa riziko presúva z bankového sektora do súkromného. Objem CRE úverov v sektore súkromného kapitálu pripravených na refinancovanie v roku 2026 predstavuje 62 miliárd dolárov. Tento mechanizmus funguje tak, že banka predá úver pod cenu a následne z neho realizuje stratu, v praxi napríklad úver v nominálnej hodnote 100 USD predá za 80 USD, čím zaknihuje stratu 20 USD. Súkromný kapitál následne úver precení s vyšším LTV (v mnohých prípadoch kvôli rizikovosti projektu až na 70 %, kým banky majú priemer 60 %) a zároveň prehodnotí úroky, ktoré sú vyššie než v bankovom

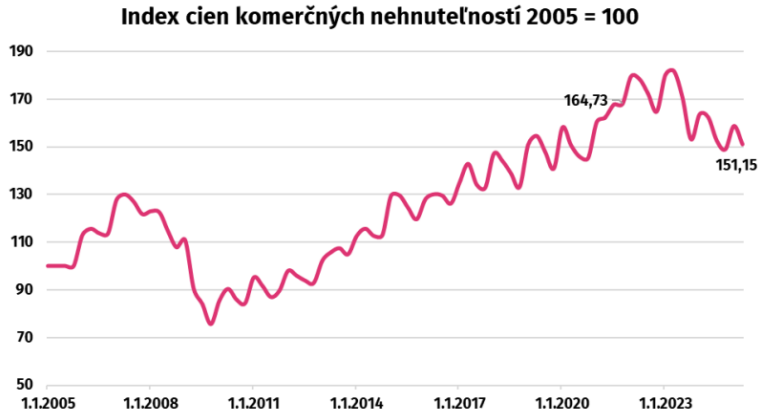
sektore. Keďže však súkromný kapitál zaznamenáva škody aj mimo segmentu CRE úverov, budúci vývoj tohto trhu môže priniesť zvýšené riziká.

Poklesy cien nehnuteľností, rast úrokových nákladov a neobsadenosti

Ceny komerčných nehnuteľností, ktoré sa v roku 2021 pohybovali na indexovanej úrovni 164,73 (pri základni rok 2005 = 100), zaznamenali k Q2 2025 na agregátnej úrovni prepad o 8 %. Jednotlivé poklesy podľa typov nehnuteľností sú nasledovné: kancelárske budovy – 40 %, bytové komplexy – 17,5 %, logistické haly – 5 %, obchodné centrá – 7 % a hotely, pri ktorých sa počíta s výkyvom ± 5 %. Hotely sú však výrazne závislé od ekonomického cyklu, ak by americká ekonomika prešla do recesie, ich ceny budú reagovať prudkým poklesom.

Úrokové náklady sa v dôsledku rastu sadzieb z nízkych úrovní v čase poskytnutia úverov môžu, ako sme už spomínali, prakticky zdvojnásobiť. Na trhu súkromného kapitálu sa dokonca počíta s nárastom úrokov o viac než dvojnásobok. Riziko môže predstavovať aj nižšie NOI, keďže dlžníci môžu v dôsledku prepadu cien nehnuteľností ponúkať zľavy z nájomného, aby prilákali nájomníkov, čím vyvíjajú tlak na vlastný zisk. Dôvodom môže byť klesajúca miera obsadenosti a hybridná práca. Ak sa znížené NOI skombinuje s rastúcimi úrokovými nákladmi, môže dôjsť k výraznému zhoršeniu ekonomickej stránky celého projektu.

Pokiaľ sa jedná o neobsadenosť jednotlivých nehnuteľností, tak celkový agregovaný trh komerčných nehnuteľnosti predstavuje mieru neobsadenosti okolo 10 %. Významnú stabilitu tu predstavujú logistické haly a obchodné centra, ktoré vykazujú klesajúci trend od konca pandémie a ich miera neobsadenosti sa pohybuje 7,1 % resp. 5,7 %. Najviac zasiahnutým sektorom sú kancelárie, ktoré od konca pandémie vykazujú rastúci trend, ktorý je v súčasnosti na úrovni okolo 20,5 %. Sektor bytových komplexov vykazuje takisto rastúcu trajektóriu od konca pandémie a v súčasnosti je na úrovni 9,3 %.

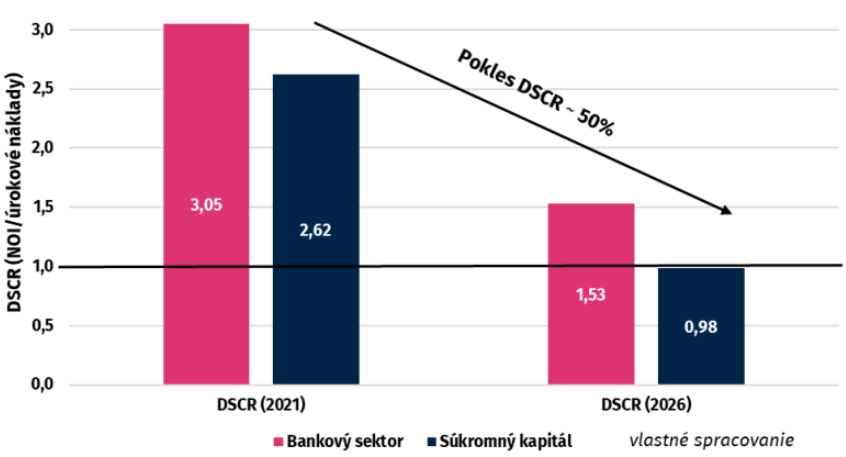


Ako to vyzerá v bankovom sektore a súkromnom kapitále?

Bankový sektor by mohol vykazovať miernu stabilitu, pričom pomer NOI k úrokom vyzerá na agregátnej úrovni zvládnuteľne, otázne však zostáva, v akej kondícii budú jednotlivé banky. Predpokladá sa významný tlak na DSCR, ktoré môže v dôsledku rastu úrokov klesnúť približne o polovicu. Samotná ziskovosť projektov by pre dlžníkov nemusela byť problematická, avšak situáciu by zhoršilo ďalšie zvyšovanie úrokových sadzieb, ktoré by mohlo významne stlačiť už aj tak obmedzené zisky. Najväčší problém sa očakáva pri refinancovaní celkového úveru. Pokles cien nehnuteľností totiž môže spôsobiť refinančné ťažkosti, pri ktorých musí dlžník doplniť dodatočný kapitál vo výške, o ktorú klesla hodnota nehnuteľnosti. Jedným zo spôsobov doplnenia kapitálu by mohlo byť dodatočné úverové krytie spotrebným úverom, čo by však projekt predražilo a následne vyvolalo ešte vyšší tlak na DSCR. Najväčším problémom bánk teda nie je DSCR, ale refinancovanie LTV.

Na trhu súkromného kapitálu sa očakávajú problémy v rovnakej podobe. Dlžníci musia v prvom rade zaobstarať dodatočný kapitál z dôvodu poklesu cien nehnuteľností, no problém začína vznikať aj pri DSCR. Keďže bolo DSCR v roku 2021 často konštruované ako jedna tretina z celkového NOI, rast úrokov o viac ako polovicu môže spôsobiť významný tlak na celkovú výnosnosť a v mnohých prípadoch dokonca odčerpať celý ekonomický zisk projektu. Súkromný kapitál preto zostáva najrizikovejšou časťou trhu. Je dôležité si uvedomiť, že zatiaľ čo bankové financovanie si zachováva určitú rezervu nad úrovňou DSCR 1, financovanie cez súkromný kapitál sa dostáva na hranicu udržateľnosti.

Pokles DSCR pri refinancovaní: banky vs. súkromný kapitál



vlastné spracovanie

Prípadné straty v bankovom sektore, ako aj v sektore súkromného kapitálu, môžu spustiť domino efekt, v ktorom by ceny nehnuteľností mohli zaznamenávať pokračujúci klesajúci trend. Ak sa úvery prestanú splácať, banka je nútená úver odpísať, pričom ako protihodnotu získa nehnuteľnosť. Keďže sú však nehnuteľnosti pre banky neproduktívnymi aktívami, začnú sa ich postupne zbavovať, čím budú tlačiť ceny nadol. Banky sa však predaj problémových nehnuteľností snažia odkladať, pretože si tento problém uvedomujú.

Záver

CRE kríza môže pripomínať mechanikou finančnú krízu z roku 2008, kedy banky takisto riešili kvalitu úverov pri nehnuteľnostiach. CRE kríza však nepôsobí tak destabilizačne ako finančná. Na jednej strane banky nedisponujú vysokými pákami (Lehman Brothers v roku 2008 páka 33:1) a môžu lepšie absorbovať straty. Na druhej strane banky čelia refinančnému riziku, kedy prepad cien komerčných nehnuteľnosti nemusia dlžníci zvládnuť. Naplnenie scenára systémového rizika je menej pravdepodobné. Jednotlivé banky môžu zažívať stres testy, ale na agregátnej úrovni by sa bankovému sektoru malo podariť ustáť. Ak by sa obavy naplnili a banky by sa ukázali ako slabšie, tak môžu prísť deflačné šoky v dôsledku zníženého úverovania a multiplikačného procesu tvorby peňazí. Preto sa očakáva, že banky budú v súčasnosti viac tvoriť rezervy na prípadné straty.

Problém nastáva na trhu súkromného kapitálu. Súkromný kapitál je moc malý trh na to, aby spôsobil systémové riziko, ale môže pôsobiť ako akcelerátor rizika. Ak sa súkromný kapitál dostane do problémov, bude nútený predávať aktíva z dôvodu výberov likvidity z týchto fondov a tým tlačiť ceny dolu rýchlejšie, čo môže zvýšiť refinančné riziko a ohroziť v konečnom dôsledku samotné banky.

V prípade veľkého stresu na bankový sektor a prípadných strát by situáciu mohli opäť zachraňovať veľké banky ako JP Morgan a Bank of America. Skutočnosť je ale taká, že ak by šlo o systémové riziko, tieto banky nevedia absorbovať všetky straty. V tom prípade by musel zasiahnuť FED a poskytnúť bankám likviditu výmenou za dlhopisy, ktoré by sa s zlepšujúcou situáciou následne splácali. Nejednalo by sa v tomto prípade o kvantitatívne uvoľňovanie, ale o čiastočnú finančnú pomoc. Ak by boli ale straty naozaj vysoké, centrálna banka a jej súčasné zdroje by sa museli navýšiť o tvorbu novej hotovosti, čo by spôsobilo inflačné tlaky a namiesto eliminovania rizika by sa riziko vykúpilo lacnými peniazmi. (mš)

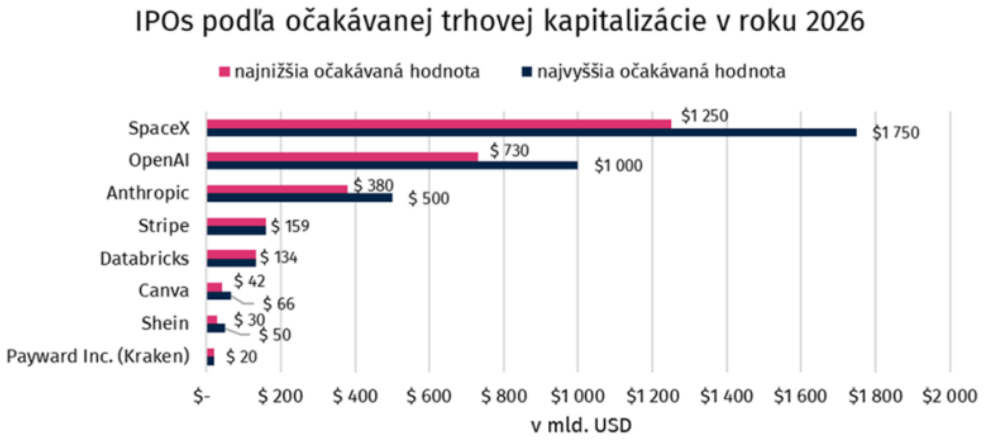
Najočakávanejšie IPOs v roku 2026

V roku 2026 sa očakáva niekoľko prelomových IPO, teda primárnych emisií akcií, predovšetkým z technologického sektora. Za najvýznamnejšie IPO tohto roka možno považovať spoločnosť SpaceX, ktorá by sa zároveň mohla stať nielen najväčším IPO roku 2026, ale aj najväčším IPO v histórii. Očakávaná trhová kapitalizácia spoločnosti sa odhaduje na približne 1,25 až 1,75 bilióna USD, a to aj po zohľadnení akvizície xAI. Vstup spoločnosti na burzu by mohol nastať už v júli 2026.

Z hľadiska trhovej kapitalizácie by sa SpaceX mohla zaradiť k spoločnostiam veľkosti Broadcomu, hoci z pohľadu výšky tržieb sú tieto firmy ťažko porovnateľné. Kým Broadcom vo fiškálnom roku 2025 dosiahol tržby približne 64 mld. USD, v prípade SpaceX sa odhady pohybujú len na úrovni 15 až 16 mld. USD. Prostredníctvom IPO by pritom SpaceX mohla získať až 75 mld. USD, čo by bolo približne trojnásobne viac než v prípade doteraz najväčšieho listingu, ktorým bolo IPO Saudi Aramco v roku 2019, pri ktorom spoločnosť získala približne 24 mld. USD.

Aj Google vlastní podiel okolo 7,4 % v spoločnosti SpaceX.

Medzi ďalšie najočakávanejšie IPOs patria spoločnosti stojace za vývojom modelov umelej inteligencie. Spoločnosť Anthropic by mala vstúpiť na burzu v októbri 2026 s očakávanou valuáciou v rozpätí 380 až 500 mld. USD. Naopak, spoločnosť OpenAI v dôsledku rastúcej konkurencie zo strany Anthropicu posunula svoje IPO na koniec roka 2026 alebo začiatok roka 2027, pričom jej očakávaná valuácia sa pohybuje od 730 mld. USD až po 1 bil. USD.



OpenAI a Anthropic

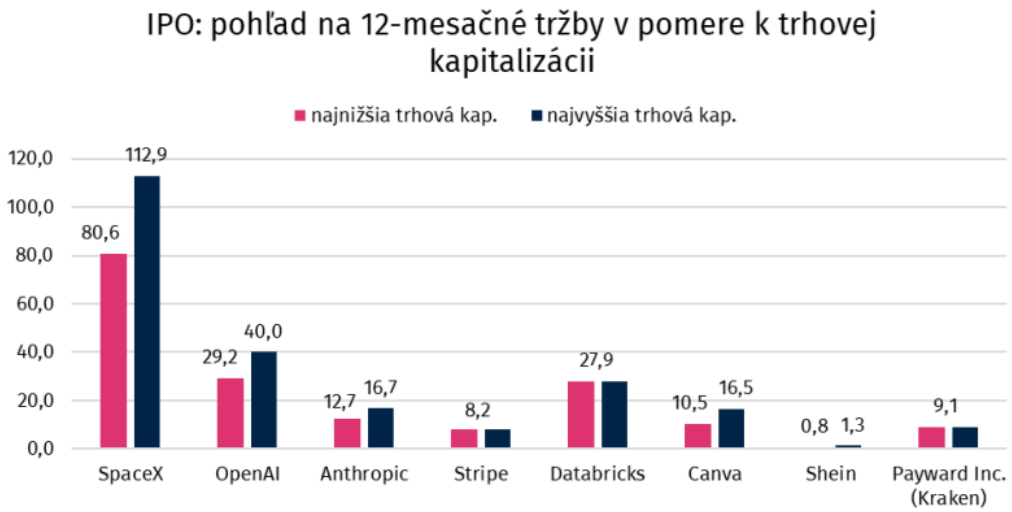
Pri spoločnosti OpenAI možno pozorovať určitý paradox. Jej valuácia po získaní investičného záväzku vo výške približne 122 mld. USD vzrástla na úroveň okolo 850 mld. USD. Napriek tomu sa inštitucionálni investori usilujú predať akcie v hodnote približne 600 mil. USD. Na rozdiel od minulosti však pre tieto akcie nenachádzajú kupcov na sekundárnom trhu. Zatiaľ čo záujem o akcie OpenAI oslabuje, pri spoločnosti Anthropic možno pozorovať opačný vývoj. Akcie OpenAI sa na sekundárnom trhu ponúkajú približne s 10 % zľavou, kým po akciách Anthropicu eviduje trh dopyt vo výške približne 2 mld. USD a obchodujú sa s prirážkou presahujúcou 50 %. Hlavným dôvodom tohto rozdielneho vývoja je predovšetkým dynamika rastu tržieb. Kým OpenAI na konci roka 2025 dosahovala tržby približne 21,4 mld. USD a spoločnosť Anthropic okolo 9 mld. USD, v apríli 2026 sa očakáva, že OpenAI si udrží tržby približne na úrovni 25 mld. USD. Naopak, Anthropic by mohol dosiahnuť tržby až na úrovni približne 30 mld. USD.

Stripe

Na burzu by mala vstúpiť aj spoločnosť Stripe, ktorá priamo konkuruje spoločnosti PayPal v oblasti online platieb. Očakávaná hodnota jej IPO sa pohybuje okolo 159 mld. USD, pričom ešte v roku 2025 bola oceňovaná na úrovni 91,5 mld. USD. Objem spracovaných platieb dosiahol v roku 2025 približne 1,9 bil. USD. Na porovnanie, spoločnosť PayPal dosiahla objem platieb vo výške 1,8 bil. USD, zatiaľ čo jej trhová kapitalizácia sa pohybuje okolo 41,4 mld. USD. Dôvodom vysokej valuácie spoločnosti Stripe je predovšetkým rýchly medziročný rast objemu platieb, ktorý medzi rokmi 2024 a 2025 vzrástol o 34 %. Na jej ocenenie však vplýva aj nedávna akvizícia krypto-startupu Bridge v hodnote 1,1 mld. USD.

Canva

Ďalšou spoločnosťou, ktorá by mala v tomto roku vstúpiť na burzu, je Canva. Ide o významného konkurenta grafických softvérových spoločností, ako je napríklad Adobe. Valuácia spoločnosti Canva sa odhaduje na približne 42 mld. USD, čo predstavuje takmer polovicu trhovej kapitalizácie spoločnosti Adobe. Medzi oboma firmami však existuje výrazný rozdiel vo výške tržieb. Zatiaľ čo Adobe dosahuje tržby na úrovni približne 24 mld. USD, v prípade Canvy sa odhadujú na približne 4 mld. USD. Canva má v súčasnosti približne 240 miliónov aktívnych používateľov. Očakáva sa pritom, že časť klientov s nižšími príjmami by mohla prejsť práve na túto platformu, keďže rastúce ceny predplatného spoločnosti Adobe pre nich môžu byť čoraz menej prijateľné. V dôsledku toho by mohlo dôjsť k postupnej migrácii časti predplatiteľov z Adobe ku Canve.

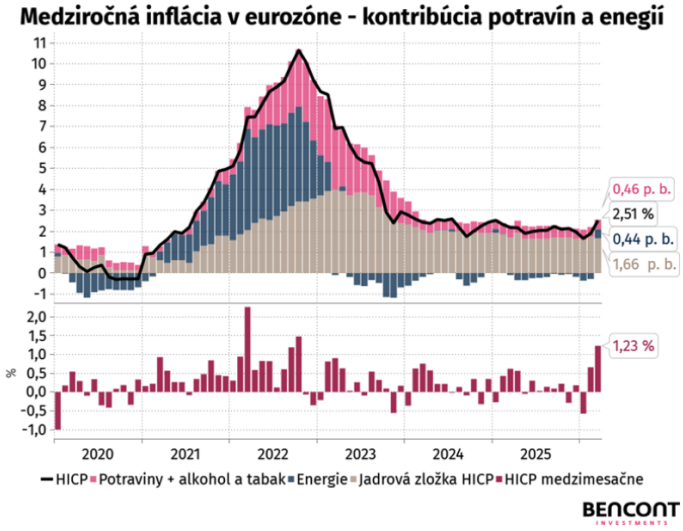


Záverom možno konštatovať, že rok 2026 sa môže zapísať do dejín ako rok „megacap IPO“, keďže spoločnosti ako SpaceX, OpenAI či Anthropic môžu svojou veľkosťou prekonať doterajšie trhové rekordy. Tieto primárne emisie akcií sa pravdepodobne budú obchodovať pri veľmi vysokých násobkoch tržieb, a to z viacerých kľúčových dôvodov. Medzi ne patrí najmä rýchly rast tržieb týchto spoločností v posledných dvoch až troch rokoch, hoci do budúcnosti nemožno vylúčiť jeho postupné spomaľovanie. Významnú úlohu zohráva aj efekt FOMO, teda strach investorov z premeškanej príležitosti. Zároveň netreba zabúdať na to, že niektoré spoločnosti, ako SpaceX, OpenAI a Anthropic, disponujú mimoriadne silným mediálnym vplyvom, ktorý môže ich valuáciu ešte viac zvyšovať v porovnaní s ostatnými IPO. Pri pohľade na jednotlivé očakávané valuácie možno predpokladať, že spoločnosť SpaceX by sa mohla obchodovať v rozpätí približne 80,6- až 112,9-násobku tržieb, čo by ju zaradilo medzi najdrahšie IPO na súčasnom trhu. V segmente platforiem zameraných na modely umelej inteligencie by sa valuácia OpenAI mohla pohybovať približne na úrovni 29,2- až 40-násobku tržieb, zatiaľ čo pri spoločnosti Anthropic by mohlo ísť o rozpätie približne 12,7- až 16,7-násobku tržieb. Vývoj v roku 2026 naznačuje, že trh s IPOs bude čoraz viac ovplyvnený nielen fundamentmi, ale aj očakávaniami investorov a mediálnym obrazom spoločností. (mmm)

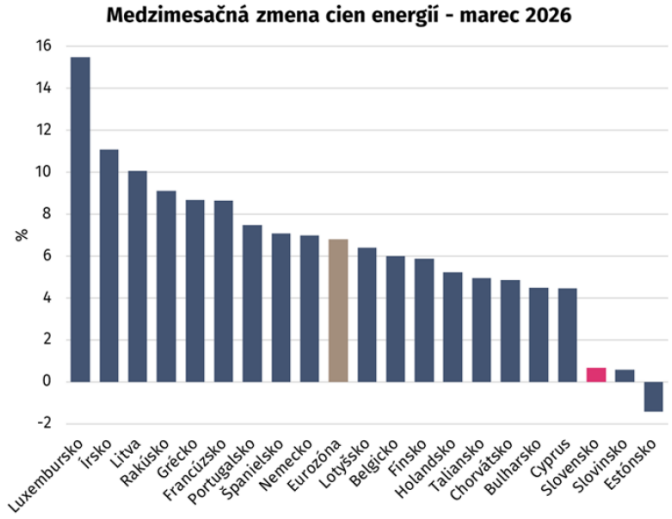
Inflácia v eurozóne zrýchľuje pre rastúce ceny energií

Konflikt na Blízkom východe a blokáda Hormuzského prielivu sa začínajú prejavovať v miere inflácie v eurozóne. Ceny energetických komodít v marci prudko vzrástli, pričom cena ropy Brent vzrástla z úrovne približne 70 USD/barel o 50 % k hodnotám105 USD/barel počas druhej

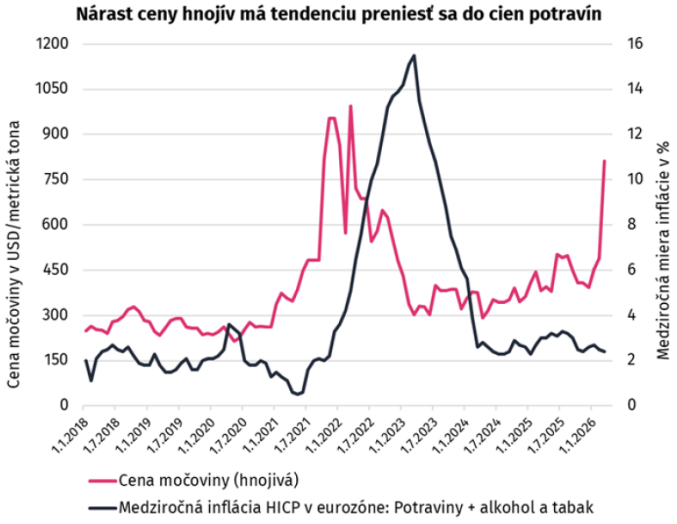
polovice mesiaca. V prípade ceny plynu sme evidovali nárast ceny na burze TTF z úrovne 32 EUR/MWh vo februári na 50 EUR/MWh v marci, čo je 56 % nárast. Medziročná miera inflácie HICP v eurozóne vzrástla v tejto súvislosti z februárovej úrovne 1,9 % na úroveň 2,5 % v marci, pričom energetická zložka inflácia prispela celkovému ukazovateľu HICP až 0,44 percentuálnych bodov.



Energetická zložka inflácie HICP vzrástla v eurozóne medzimesačne o 6,8 %. Vplyv energetického šoku na spotrebiteľské ceny sa však výrazne líšia na štátnej úrovni vnútri eurozóny v závislosti od miery naviazania na spotové ceny energií. Zatiaľ čo Luxembursko, Írsko a Litva zaznamenali viac ako 10 percentný medzimesačný nárast cien energií, Slovensko (0,7 %) a Slovinsko (0,6 %) patrili k najmenej zasiahnutým krajinám. V prípade Estónska ceny energií medzimesačne dokonca klesli o 1,4 %. Dôvodom bol prudký medzimesačný pokles cien elektriny o 40 %, ktorý vymazal nárast ceny nafty (27 %), benzínu (14 %) a plynu (9 %). Hoci Pobaltie funguje na rovnakom trhu elektrickej energie, Estónsko profitovalo z priameho vysokokapacitného prepojenia Estlink na lacnú fínsku elektrinu, ktorú v marci preťažené vedenia smerom na juh už nedokázali v plnej miere distribuovať do Lotyšska a Litvy. Zároveň sa Estónsko vyhlo drahému štartovaniu plynových elektrární, na ktoré sa pri výkyvoch počasia museli spoliehať jeho susedia zasiahnutí vysokými cenami plynu z Blízkeho východu.

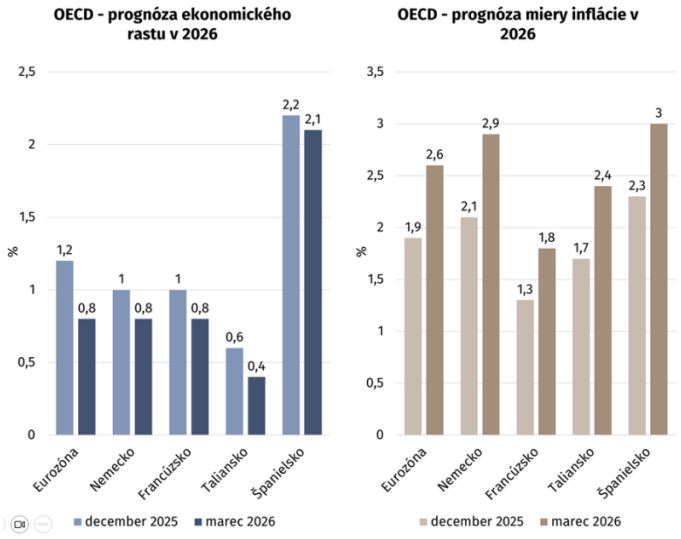


Popri energetických komoditách vyvoláva obavy aj situácia na trhu s hnojivami, keďže Blízky východ je kľúčovým producentom týchto agrochemikálií. Cez Hormuzský prieliv bežne preteká tretina globálneho obchodu s hnojivami, pričom v prípade močoviny ide až o 50 % svetovej produkcie. Logistická blokáda v regióne spôsobila, že ceny hnojív od vypuknutia konfliktu vyskočili o zhruba dve tretiny a za rekordnými maximami z úvodu ruskej invázie na Ukrajinu zaostávajú už len o približne 15 %. Keďže sa tieto komodity vyrábajú sezónne a netvoria sa veľké zásoby, ich nedostatok v čase sejby na severnej pologuli priamo ohrozuje ceny potravín a výšku úrody. Tento negatívny dosah na infláciu sa pritom zvyčajne prejavuje s odstupom presahujúcim 6 mesiacov.



Nová prognóza OECD z marca 2026 potvrdzuje, že pesimistické vyhliadky tlmia hospodársku dynamiku, čo viedlo k prudkému zníženiu odhadov rastu najmä v eurozóne. Podľa týchto revidovaných čísel ekonomika menovej únie vzrastie v roku 2026 len o 0,8 % (namiesto

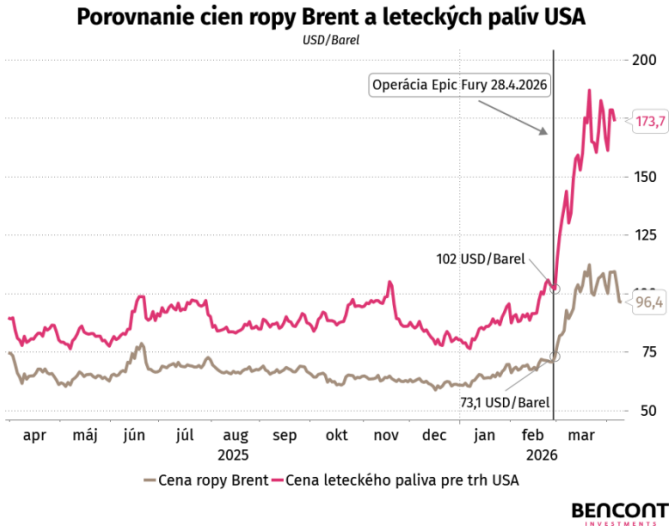
decembrových 1,2 %), zatiaľ čo svetová ekonomika spomalí z 3,3 % na 2,9 %. Konflikt na Blízkom východe navyše tlačí na rast cenovej hladiny, kvôli čomu OECD zvýšila odhad inflácie energeticky závislej eurozóny z 1,9 % na 2,6 %, čo korešponduje aj s marcovými štatistikami.



Hoci aprílové dvojtýždňové prímerie USA s Iránom a potenciálne plné otvorenie Hormuzského prielivu priniesli okamžitý pokles burzových cien energetických komodít, návrat k februárovým úrovniam je nepravdepodobný, čo udrží HICP infláciu v eurozóne nad cieľovou úrovňou 2 %. Pre Slovensko to pri prechode na adresnú energopomoc znamená štatisticky vyššiu infláciu, ktorá sa aj v roku 2026 môže pohybovať okolo úrovne 4 %. ECB sa tak ocitá v zložitej situácii, kde musí vyvažovať boj s nákladovou infláciou a potrebu stimulovať slabnúci hospodársky rast. Trhy aktuálne naceňujú zvýšenie sadzby hlavných refinančných operácií ECB z aktuálnej úrovne 2,15 % o 50 bázických bodov do konca roka 2026. (fw)

Vplyv rastúcich cien ropy na letecké spoločnosti a vývoj trhu aeroliniek

Letecké spoločnosti sa len nedávno začali zotavovať z pandémie, no už čelia ďalšej výzve v podobe rastu cien palív. Geopolitické napätie na Blízkom východe zvyšuje cenu ropy, čo sa rýchlo premieta do nákladov dopravcov, keďže palivo tvorí približne 25% ich výdavkov. V krízových obdobiach pritom cena leteckého paliva rastie ešte rýchlejšie než cena ropy, pre narušené dodávky a vyššie rafinérske náklady. Od začiatku konfliktu v Iráne tak ropa zdražela zo 73,1 na 96,4 USD za barel, zatiaľ čo letecké palivo vzrástlo zo 102 na 173,7 USD. Údaje použité v grafe vychádzajú z paliva na americkom trhu, no podobný trend sa premieta aj do Európy a Ázie.



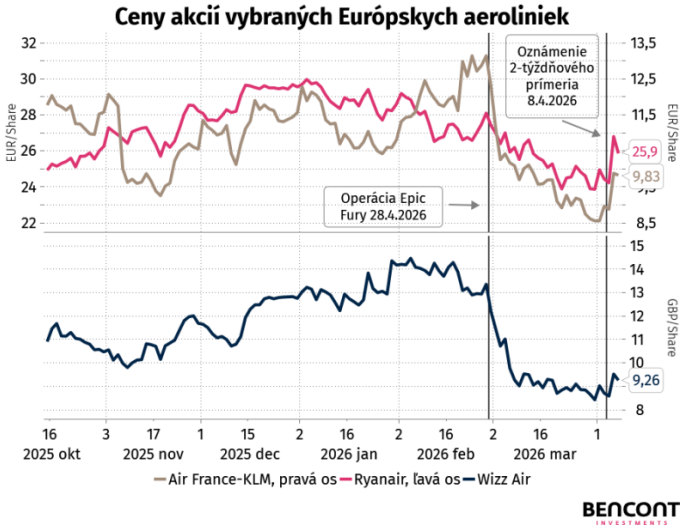
Aerolínie reagujú na súčasný rast cien paliva viacerými opatreniami. V prvom rade využívajú hedging, teda finančné zabezpečenie cien paliva na určité obdobie dopredu, čím zmierňujú dopad cenových výkyvov. Aerolínie vo svojich výkazoch uvádzajú benchmarkovú hodnotu hedgingu paliva na základe ceny surovej ropy Brent pre jednoduchšie znázornenie. Zároveň časť zvýšených nákladov prenášajú na zákazníkov prostredníctvom vyšších cien leteniek alebo palivových príplatkov. Okrem toho optimalizujú kapacitu a letové poriadky, prípadne obmedzujú menej ziskové spojenia v prospech trás s vyššou obsadenosťou a lepšou výnosnosťou, kde napríklad aerolínia United Airlines krátkodobo znížila kapacitu o 5 % zrušením menej vyťažených nočných letov a letov uprostred týždňa. V dlhšom horizonte sa usilujú znižovať závislosť od cien paliva investíciami do úspornejších lietadiel. Ďalej sa zameriame na to, ako na rast cien paliva reagujú vybrané svetové aerolínie.

Ryanair vstupoval do obdobia s najsilnejším hedgingom spomedzi aerolínií, kde vo fiškálnom roku (FY) 2026 mali pokrytých 85 % paliva pri cene 76 USD za barel Brent a vo FY2027 až 80 % pri 67 USD, čo mu dáva výraznú nákladovú výhodu. Aerolínia zatiaľ nepotvrdila zvyšovanie cien, no oznámila zrušenie menej vyťažených spojov v rozličných sezónach, napríklad z Azory do Lisabonu alebo z Berlína na Ibizu. Manažment zároveň odkladá ďalšie zabezpečenie, kde čakajú na pokles cien až pod 70 USD.

Air France-KLM kombinuje hedging s prenášaním nákladov na zákazníkov. V prvej polovici roka 2026 má pokrytých 70 % paliva, no v druhej polovici len 47 %, čím rastie jej citlivosť na vývoj ceny paliva. Zaviedla aj palivové príplatky 50–70 € na diaľkové lety. Dodatočný tlak na hospodárenie vytvorili aj prevádzkové komplikácie na letisku Schiphol v Amsterdame začiatkom tohto roku, kde spôsobili výpadok približne 90 mil. EUR.

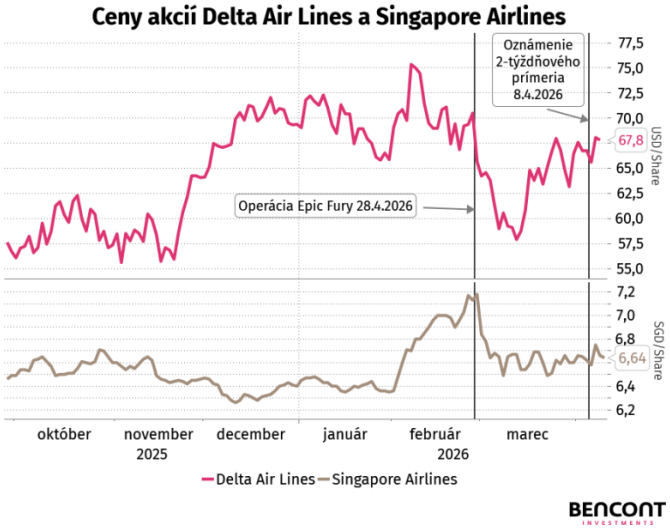
Wizz Air je v ešte nevýhodnejšej pozícii. Hoci začiatkom 2026 mala hedging na úrovni 83 %, pre FY2027 klesá až na 56 %, čo znamená, že sú vystavený vyššiemu riziku rastu cien. Situáciu

zhoršuje aj silná expozícia na Blízkom východe, kde majú významný uzol v Abu Dhabi a plánovú výstavbu 2 nových uzlov v Izraeli. Aj preto patrí Wizz Air od vypuknutia konfliktu v Iráne medzi najviac nakrátko predávaných (short) akcií na európskom trhu zo strany svetových hedžových fondov (hedge funds), kde dosiahol celkový objem krátkych pozícií za Apríl 2026 približne 15%.



Delta Air Lines má na americkom trhu špecifické postavenie, keďže prostredníctvom rafinérie Trainer s kapacitou približne 190-tisíc barelov denne, pokrýva asi tri štvrtiny vlastnej spotreby paliva, vďaka tomu dokáže čiastočne zmierňovať rast cien ropy. Úplnej citlivosti na rast cien ropy sa však nevyhla. Aerolínia bola donútená začať s redukciou letov aj na svojich hlavných uzloch. Napríklad na letisku Minneapolis–St. Paul, zrušila dve denné rotácie na smer New Orleans a Los Angeles. Delta na rozdiel od ostatných aerolínií v posledných rokoch ustúpila od klasického hedgingu a preto sa odhaduje, že v druhom štvrťroku 2026 jej palivové náklady taktiež výrazne vzrastú, ak konflikt bude stále pokračovať.

Singapore Airlines si zatiaľ zachováva pomerne dobrú odolnosť aj napriek nízkemu zabezpečeniu cien ropy a to najmä vďaka silnému dopytu, vysokej ziskovosti a diverzifikovanému biznis modelu. V treťom štvrťroku obchodného roka 2025/26 zvýšila prevádzkový zisk približne o 26%, obsadenosť letov dosiahla 87,5% a čisté náklady na palivo vzrástli iba o približne 3,7%. Spoločnosť zároveň pokračuje v rozširovaní kapacít a otváraní nových liniek, no ak by ceny ropy zostali dlhodobo vysoké, mohla by byť nútená svoje ďalšie plány prehodnotiť. Práve vďaka týmto faktorom a celkovej pozícii týchto spoločností pozorujeme, že pokles ich akcií je výrazne miernejší v porovnaní s ostatnými porovnávanými aerolíniami.



Aerolínia Emirates Airline bola výrazne ovplyvnená rastom cien ropy a rovnako tak aj reálnymi dopadmi vojny na ich letecké trasy. Preto museli výrazne obmedziť lety a k 3. aprílu 2026 operuje na 71,9 % kapacity, čo už momentálne naznačuje čiastočné zotavenie od začiatkov vojny. Zároveň zaviedla palivové príplatky v rozmedzí 158 až 322 USD za jednosmerný let na kompenzáciu nákladov. Hoci využíva hedging, jeho rozsah nie je verejne dostupný a pri pretrvávajúcej nestabilite sa očakáva ďalší výrazný rast nákladov na palivo.

Qatar Airways čelí podobnej situácii, taktiež využíva zabezpečenie ceny paliva, no bez zverejnenia detailov. Uzavretie vzdušného priestoru viedlo k predĺženiu trás, čím sa spotreba paliva zvýšila asi o 6,5 % na let. Od apríla 2026 preto upravila palivové príplatky od 145 do 310 USD pri diaľkových letoch. Aktuálne operuje približne na 38,8 % kapacity. Obe aerolínie nie sú verejne obchodované, takže ich nemožno priamo porovnať s konkurenciou na burze.

Rast cien ropy predstavuje pre letecké spoločnosti významný nákladový tlak, no miera jeho dopadu sa medzi jednotlivými aerolíniami výrazne líši v závislosti od ich hedgingovej stratégie, schopnosti preniesť náklady na zákazníkov a celkovej prevádzkovej expozície. Z porovnávania je zreteľné, že aerolínie s lepšie zabezpečenými palivovými nákladmi a silnejšou trhovou pozíciou sú na aktuálny vývoj pripravené výrazne lepšie než aerolínie s vyššou expozíciou voči geopolitickým rizikám. Vývoj v ďalších mesiacoch tak bude stále korigovať situácia v Iráne a v prípade pokračovania napätia sa ukáže, ktoré aerolínie dokážu rast cien paliva absorbovať bez výraznejšieho zhoršenia hospodárskych výsledkov v prípade pokračujúceho konfliktu na blízkom východe. (lg)

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.