

ŠTVRŤROČNÁ SPRÁVA Q4 2025

Komentár k vývoju portfólií



Volatilný rok 2025 priniesol nové maximá

Rok 2025 je za nami. Aký bol a ako si ho budú investori pamätať?

- Obavy z AI bubliny sa nepotvrdili
- Volnejšia menová politika a slabší dolár
- Presun z USA do iných regiónov
- Víťazi roka

Minulý rok napísal ďalšiu úspešnú kapitolu v histórii finančných trhov. Hoci investori márne čakali na Santa Claus Rally, s rokom 2025 môžu byť spokojní. Rovnako ako v rokoch 2023 a 2024 sa trhom podarilo dosiahnuť nové historické maximá. Kľúčové svetové indexy dosiahli dvojciferné výnosy napriek nižším očakávaniam vyplývajúcim z predchádzajúceho silného rastu.

Silný výkon trhov podporil aj priaznivý vývoj americkej ekonomiky. Inflácia klesla a s ňou aj úrokové sadzby, zatiaľ čo ekonomika zostala silná. Najväčšia svetová ekonomika rástla najmä vďaka silnej spotrebe domácností a investíciám firiem. Najväčšia pozornosť sa sústredila na umelú inteligenciu.

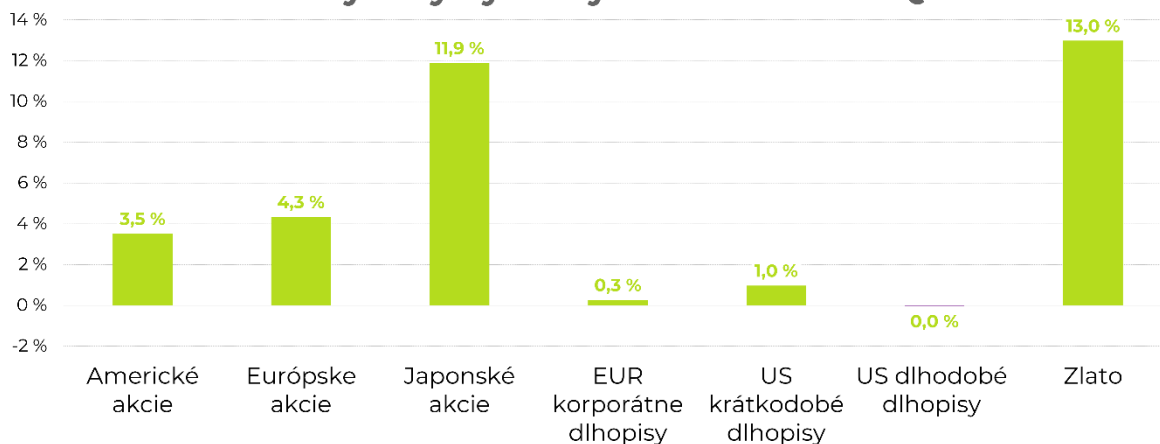
V súvislosti s možným prepálením sektora umelej inteligencie a obavami z „bubliny“ vznikla neistota, po ktorej nasledovali porovnávania s „dot-com bublinou“ na prelome tisícročí. Postupom času sa však vďaka rastúcim ziskom investujúcich spoločností ukázalo, že tieto obavy boli neopodstatnené. V nadchádzajúcich mesiacoch bude kľúčové, aby si firmy udržali ziskovosť a aby tie najväčšie investície do AI priniesli požadovanú návratnosť.

Trhy rýchlo zmazali aprílové straty, ktoré boli spôsobené Trumpovým colným šokom, ktorý vyvolal obavy z obchodných vojen a silnú neistotu. Hoci sa vývoz do

USA pre väčšinu krajín zdrazil, dôležitý bol pokrok v obchodných dohodách a postupné upokojenie situácie. V súvislosti s clami sme však boli svedkami pokusu časti trhu odkloniť investície od USA a dolára, čo viedlo k oslabeniu americkej meny a rastu ostatných regiónov a drahých kovov.



Výnosy vybraných tried aktív: 4Q 2025



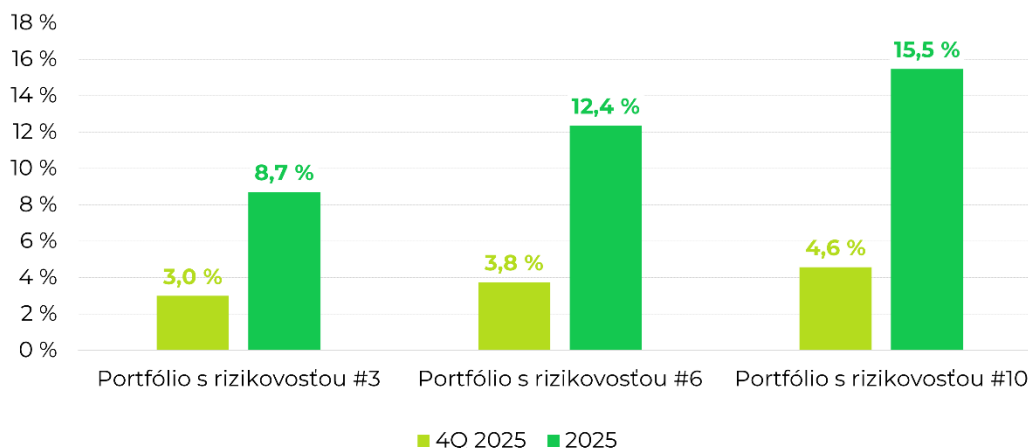
Štvrťročne sa výnosy portfólií Portu pohybovali od 3 do 4,6 % v závislosti na rizikovom profile.

Rovnako ako v treťom štvrťroku sme nezaznamenali výrazné kolísanie výmenného kurzu medzi eurom a dolárom vďaka zlepšeniu colnej a makroekonomickej situácie v USA. Euro oslabilo voči americkej mene len o 0,7 %. Za celý rok však euro posilnilo voči doláru približne o 13 %. To sa mohlo odzrkadliť v poklese výnosov v eurách. Na druhej strane, silné euro pomáha investorom, ktorí nakupujú zahraničné aktíva, pretože ich môžu kúpiť za výhodnejšiu cenu. Dynamické portfólio Portu 10 posilnilo o 15,5 %, zatiaľ čo v rokoch 2023 a 2024 bol rast 17,9 %, resp. 16,9 %.

V štvrtom štvrťroku sa rovnako ako v treťom darilo viac dynamickejším portfóliám s vyšším podielom akciovej zložky. Svoju funkciu ale splnili aj konzervatívne portfóliá s vyšším zastúpením komodít, najmä zlata.



Portfóliá na mieru v 2025



*

*Investičná výkonnosť klientskych portfólií sa môže líšiť od výkonnosti modelových portfólií v dôsledku možných rozdielov v čase začatia, vkladov/výberov finančných prostriedkov, rôznych obchodných dní a poplatkov za správu.

Obavy z AI bubliny sa nepotvrdili

V priebehu roka sa na trhu objavil skepticizmus. Investori sa zamýšľali nad tým, či boom umelej inteligencie nie je len bublinou. Hodnoty technologických akcií boli vyššie ako historický priemer a dochádzalo aj k masívnym kapitálovým výdavkom. Spoločnosti však dokázali vysoké ceny technologických akcií odôvodniť zvýšenou ziskovosťou a obavy sa nenaplnili. Investície do umelej inteligencie vlni presiahli 400 miliárd USD a očakáva sa, že tento trend bude pokračovať aj v tomto roku.

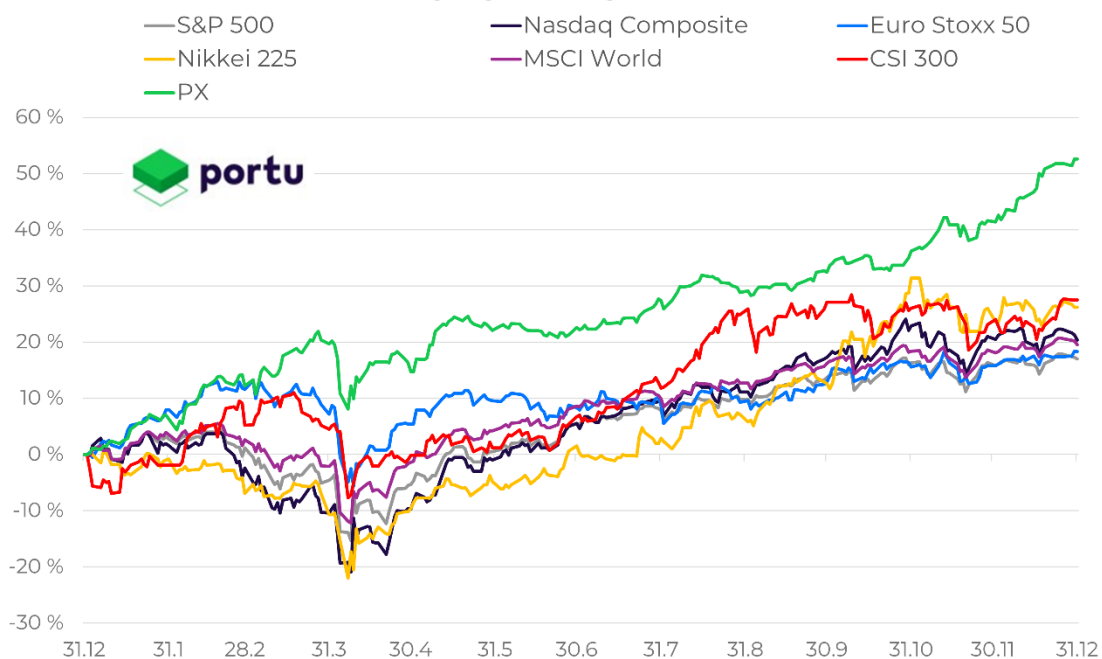
Dopyt po AI hardvéri zostáva obrovský. To potvrdzujú každý štvrťrok silné výsledky najcennejšej spoločnosti sveta – Nvidie, ktorej akcie vzrástli o 38 %. Z klubu „veľkej sedmičky“ najviac vzrástli akcie spoločnosti Alphabet (68 %), ktorá je v súčasnosti druhou najcennejšou spoločnosťou na svete. Apple vzrástol o 11,5 %, Microsoft o 15,5 %, Amazon o 4,8 %, Meta o 10,1 % a Tesla o 18,6 %.

Tieto významné spoločnosti majú tú výhodu, že väčšinu svojho voľného cash flow z prevádzkovej činnosti investujú do umelej inteligencie a len minimálnu časť svojich investícií financujú z dlhu. Silná distribúcia, zákaznícka základňa a schopnosť integrovať umelú inteligenciu do produktov môže ďalej posilniť ich pozíciu. Na trhu však existuje niekoľko prípadov, kde eufória z investícií s vysokým zadlžením opadla. Jedným z príkladov je spoločnosť Oracle, ktorá financuje svoje investície do AI dlhom. Jej akcie klesli o 40 % oproti maximám z konca septembra.

Americké trhy boli poháňané technologickým sektorom a umelou inteligenciou. Bohatí Američania, ktorí investovali významnú časť svojich portfólií do technológií, sa stali ešte bohatšími. Vďaka takzvanému efektu bohatstva zvýšili svoju spotrebu, čo malo pozitívny vplyv na výkonnosť celého hospodárstva. Potenciálnym rizikom je výrazné zhoršenie výkonnosti najrýchlejšie rastúcich akciových sektorov, čo by

následne oslabilo spotrebu. Takýto scenár by musel zahŕňať silný a dlhotrvajúci výpredaj akcií. V našom základnom výhlade nič také neočakávame.

Vývoj akciových indexov v roku 2025

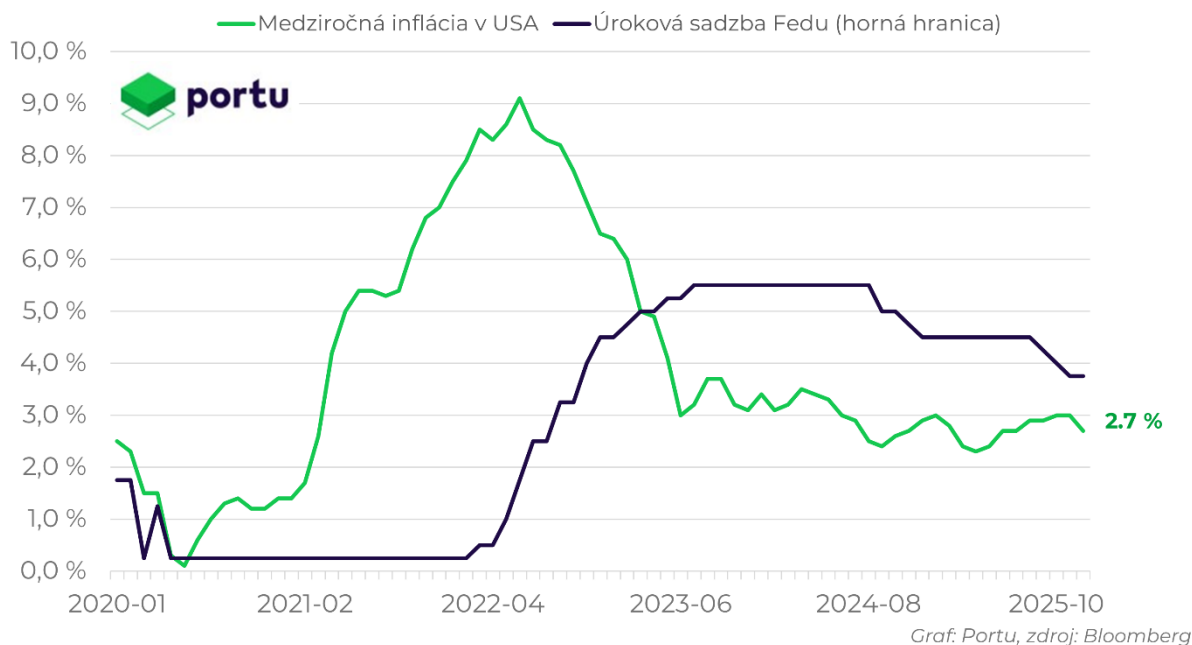


Graf: Portu, zdroj: Bloomberg

Voľnejšia menová politika a slabší dolár

V roku 2025 sa menová politika USA posunula z reštriktívnej na neutrálnu vďaka dezinflačným trendom a chladnúcemu trhu práce. Fed znížil sadzbu celkom trikrát, zakaždým o 25 základných bodov, v rozmedzí 3,50 % až 3,75 %, čo je najnižšia úroveň od roku 2022. Americký prezident Trump by uvítal ešte nižšie úrokové sadzby. Kvôli tomu sa tak nehanbí napadať centrálnu banku, najmä jej šéfa Jeroma Powella.

Vývoj inflácie v USA a úrokové sadzby Fedu



Americký Fed je najdôležitejšou centrálnou bankou na svete. Jej rozhodnutia o úrokových sadzbách ovplyvňujú nielen americkú ekonomiku, ale aj kurz dolára, výnosy štátnych dlhopisov a hodnotu akcií. Okrem toho sa blíži zmena vo vedení Fedu – funkčné obdobie Jeroma Powella sa skončí v máji 2026. Špekuluje sa, že jeho nástupcom by mohol byť Kevin Hassett, dlhoročný ekonomický poradca Donalda Trumpa. Obavy, že vymenovanie „Trumpovho človeka“ na čelo inštitúcie by mohlo spôsobiť stratu politickej nezávislosti banky, vyvolali na trhu nepokoj. Neočakávame však, že k tomu dôjde.

Dolár vstupuje do roku 2026 s rizikom ďalšieho oslabenia. Dôvodom sú tri základné problémy. Jedným z nich je oslabenie efektu bohatstva, ktorý poháňa spotrebu v USA, v prípade poklesu akciového trhu. Ďalším je možná politizácia Fedu, ktorá by mohla znížiť jeho dôveryhodnosť. Posledná je fiškálna kríza, ktorá by mohla otriasť trhom s dlhopismi. Recesiu však neočakávame. Americká ekonomika by mala zostať robustná. Fed pravdepodobne dvakrát zníži sadzby, keďže inflácia sa blíži k svojmu inflačnému cieľu.

Americká mena by mala tento rok oslabiť menej ako minulý rok, a to o niekoľko percentuálnych bodov. Pre eurových investorov to znamená, že euro zostane silné voči doláru, čo tlmí zisky z amerických akcií denominovaných v eurách. Najlepšou ochranou je globálna diverzifikácia a expozícia mimo USA.

Presun z USA do iných regiónov

Minulý rok sme pozorovali presuny investorov mimo USA z vyššie uvedených dôvodov. Rotácia do iných regiónov bola jednou z hlavných tém minulého roka. Napríklad globálne zameraný index bez USA – MSCI ACWI Ex-US – dosiahol najsilnejší výkon od roku 2009. S nárastom o 29 % ľahko prekonal americký index S&P 500, ktorý pridal „len“ 17 %. Po rokoch poklesu začínajú opäť prosperovať aj rozvíjajúce sa trhy. Index MSCI Emerging Markets získal takmer 30 %. Dlhodobou sú na vzostupe aj indické akcie (Nifty 50).

Investori však prejavujú záujem aj o čínske spoločnosti (CSI 300 a Hang Seng), a to hlavne kvôli ich potenciálu v oblasti umelej inteligencie. Umelá inteligencia poháňala aj ďalšie rozvíjajúce sa trhy, pričom juhokórejský index KOSPI posilnil až o 76 %. Silný dvojciferný rast zaznamenali aj trhy v Prahe, Poľsku a Grécku. Nejedná sa ani tak o regionálny trend, ale o globálny, čo dokazuje dôležitosť diverzifikácie.

Portfóliá Portu sú globálne diverzifikované. Zohľadňujú preto skutočnosť, že Amerika nemusí každý rok stimulovať rast. Tak tomu bolo v roku 2025, keď americký trh dosahoval dobré výsledky, ale ostatné regióny ho prekonal. To isté sa vo všeobecnosti očakáva aj v tomto roku.

Vítazi roka

Z hľadiska sektorov boli veľkými víťazmi akcie spoločností ťažiacie vzácne zeminy, zlato, zbrojárske spoločnosti, európske banky a vesmírne spoločnosti. Rast ceny zlata je poháňaný silným dopytom centrálnych bánk, globálnou neistotou a oslabením dolára. Akcie ťažobných spoločností výrazne vzrástli vďaka 69 % nárastu ceny zlata, čo výrazne zvýšilo ziskovosť. Napríklad akcie spoločnosti Newmont, najcennejšej ťažobnej spoločnosti, vzrástli o 168 %, zatiaľ čo akcie spoločnosti Kinross Gold, druhej najväčšej spoločnosti, vzrástli o 203 % a akcie spoločnosti Gold Fields o 193 %.

Vlaňajší výkon zlata však zďaleka nedosahuje výkon striebra. Na rozdiel od zlata je striebro oveľa širšie používaným priemyselným kovom. Vzhľadom na obmedzenú ponuku a dopyt v oblasti čipov, solárnych panelov a iných atraktívnych odvetví jeho cena vzrástla o 159 %.

Európske banky tiež dosiahli dobré výsledky. Index Euro Stoxx Banks dosiahol svoj najlepší výkon v histórii. Najlepšie výsledky dosiahla Sociétés Générale s rastom 154 %. Nasledovali Commerzbank (136 %), najcennejšia európska banka Banco Santander (130 %), BBVA (116 %) a CaixaBank (100 %). Banky zo starého kontinentu

prekvapujú silnými ziskami a rentabilitou, ktoré sú poháňané vyššími úrokovými sadzbami a nízkou mierou nesplácaných úverov. Ďalším zdrojom rastu je oživenie investičného bankovníctva. To osobitne prospelo nemeckej Deutsche Bank, ktorej akcie vzrástli o 98 %.

Výrobcovia zbraní, najmä európski, dosiahli v uplynulom roku tiež dobré výsledky, hoci vyhliadky na mierové riešenie konfliktu na Ukrajine v poslednom období znížili výnosy akcií. Rheinmetall získal 153 %, Saab 130 %, Leonardo 89 % a Thales 67 %. Ozbrojené konflikty na Ukrajine a na Blízkom východe, globálne napätie a politický tlak zo strany USA prinútili členské štáty NATO zvýšiť svoje výdavky na obranu. Tie doteraz predstavovali 2 % HDP, ale do roku 2035 by mali vzrásť na 5 % HDP. To by znamenalo zvýšenie európskych obranných rozpočtov o 613 miliárd EUR ročne.

Investori prejavili záujem aj o vesmírne spoločnosti. Akcie spoločnosti Viasat vzrástli o 320 %, Astronics o 245 %, Kratos Defence o 188 %, AST SpaceMobile o 244 %, RocketLab o 173 % a Elbit Systems o 124 %. V roku 2026 sa k nim pridá populárna spoločnosť SpaceX, ktorá by mala uskutočniť najväčšiu IPO v histórii.

Tretí silný rok po sebe na finančných trhoch bol tiež poznačený veľkým prílevom kapitálu od bežných investorov. Najväčšiu popularitu si získava pasívne investovanie prostredníctvom ETF fondov. To podporujeme aj my v Portu, pretože je to najúčinnější spôsob správy peňazí. Podľa agentúry Bloomberg bol rok 2025 ďalším rekordným rokom pre sektor ETF. Len v USA prilákal približne 1,4 bilióna USD. Tento trend je však globálny.

Aký bude rok 2026?

V tomto roku by investori mali mierne zmierniť svoje očakávania týkajúce sa výnosov. Rok 2025 bol tretím neočakávané štedrým rokom pre akciové trhy. Hoci predpokladáme, že rastový trend bude pokračovať aj v tomto roku, mal by dosiahnuť úroveň blízke historickým priemerom (9 až 10 %).

Umelá inteligencia zostane kľúčovou témou. Jej príbeh však vstupuje do novej fázy, v ktorej investori budú požadovať hmatateľné výsledky a návratnosť obrovských investícií namiesto holých sľubov. Nadšenie zo zníženia úrokových sadzieb a rozmachu umelej inteligencie bude tlmené vysokými ohodnoteniami, najmä amerických akcií. Tie sú v mnohých sektoroch relatívne napäté a priestor pre ďalší rast je obmedzený. Ten by musel byť poháňaný ďalším rastom ziskov spoločností, ktoré by mali dosiahnuť približne 13 % až 15 % v prípade spoločností zahrnutých v indexe S&P 500.

AI bude naďalej stimulovať rast, ale tento impulz sa preniesie aj do iných sektorov, konkrétne do energetiky a verejných služieb. Masívna spotreba elektrickej energie dátovými centrami sa stáva veľkým problémom. Investori si začínajú uvedomovať, že ďalší rozvoj AI nie je možný bez posilnenia energetickej siete. Trh bude oceňovať spoločnosti, ktoré dokážu efektívne zúročiť umelú inteligencia alebo ktoré budujú fyzickú infraštruktúru pre jej prevádzku.

Očakávame, že rok 2026 bude pre našich investorov ďalším pozitívnym rokom. Nesmieme však ignorovať riziká, ktoré pretrvávajú. Patria medzi ne geopolitické riziká, najmä vojna na Ukrajine a napätie medzi Čínou a Taiwanom, deglobalizácia a ekonomické rozdiely medzi Európou a USA. Trhy budú tiež pozorne sledovať vysoké deficity vedúce k rastúcemu zadlženiu v USA, Číne a mnohých európskych krajinách.

Nech už bude vývoj na trhu v tomto roku akýkoľvek, investori budú vždy odmenení za disciplínu a pravidelné nákupy, a to aj v časoch neistoty a poklesu. Ako hovorí Warren Buffett: „Time in the market beats timing the market.“



Radim Krejčí

CEO Portu

Táto správa nepredstavuje investičné odporúčanie. Hodnota investície môže stúpať alebo klesať, návratnosť investície nie je zaručená. Minulá výkonnosť nie je spoľahlivým ukazovateľom budúcich výsledkov.