

ŠTVRŤROČNÁ SPRÁVA Q1 2026

Komentár k vývoju portfólií



Štvrťrok geopolitického napätia

Prvý štvrťrok roku 2026 je za nami. Aký bol a ako si ho budú investori pamätať?

- Venezuela, Grónsko, Irán a TACO
- Rast ropy a prísnejšia menová politika
- Bezpečné prístavy v kríze neobstáli
- Obavy z AI a pokles technológií

Zatiaľ čo rok 2025 sme uzavreli na vlně optimizmu, prvý štvrťrok 2026 bol poznačený viacerými geopolitickými otrasmami. Tie ovplyvnili nielen ceny ropy, ale aj náladu investorov. Nové konflikty a obchodné spory navyše zmenili inflačné očakávania a minimálne tohtoročný smer menovej politiky. Napriek tomu trhy zostali relatívne odolné. Začiatkom februára americký index S&P 500 dokonca po prvýkrát v histórii prekonal hranicu 7 000 bodov.

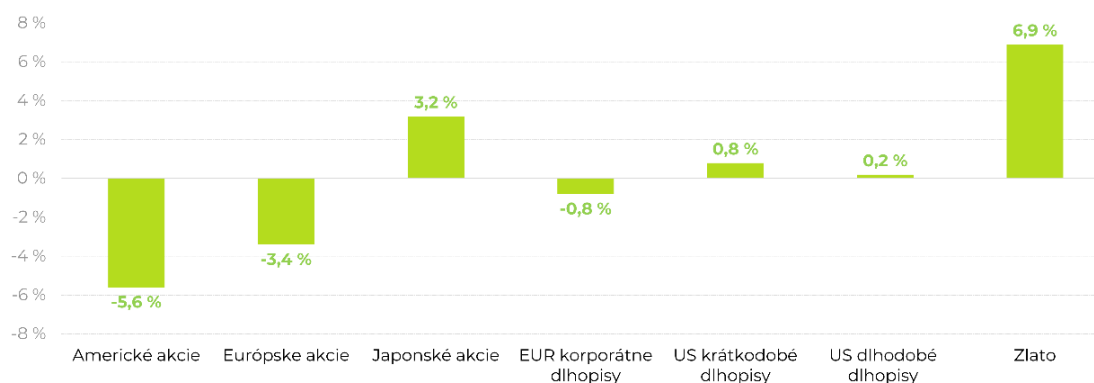
Februárový optimizmus však netrval dlho a následná eskalácia geopolitického napätia vyústila do výrazného poklesu. Pre veľkú časť investorov sa tak tento štvrťrok nakoniec stal stratovým, keďže akcie aj dlhopisy sa pohybovali prevažne v červených číslach. Zisky sme mohli pozorovať len v niektorých predtým opomíjaných segmentoch, najmä v energetickom sektore, ktorého rast podporila vojna v Iráne. V tomto prostredí investori prirodzene očakávali, že zafungujú tradičné bezpečné prístavy, ako je zlato alebo americké štátne dlhopisy, ale nestalo sa tak. Od vypuknutia vojny sa nedarilo ani akciám zbrojárskych firiem. Čo za tým stojí, rozoberáme nižšie.

Okrem geopolitických faktorov ovplyvňoval trhy v prvom štvrťroku aj vývoj v technologickom sektore, konkrétne ochladenie boomu v oblasti umelej inteligencie. Na rozdiel od predchádzajúcich rokov, keď orientácia na umelú inteligenciu výrazne podporovala rast technologických akcií, si investori teraz začali

uvedomovať, že obchodný model niektorých spoločností môže byť naopak ohrozený nástupom umelej inteligencie. Nové technológie, ktoré vyvíjajú startupy v oblasti umelej inteligencie, znižujú vstupné bariéry a hrozí, že prevrátia doteraz dominantné obchodné modely technologických gigantov. Ich akcie tak ďalej oslabovali a brzdili výkonnosť širších akciových indexov.



Výnosy vybraných tried aktív: 1Q 2026



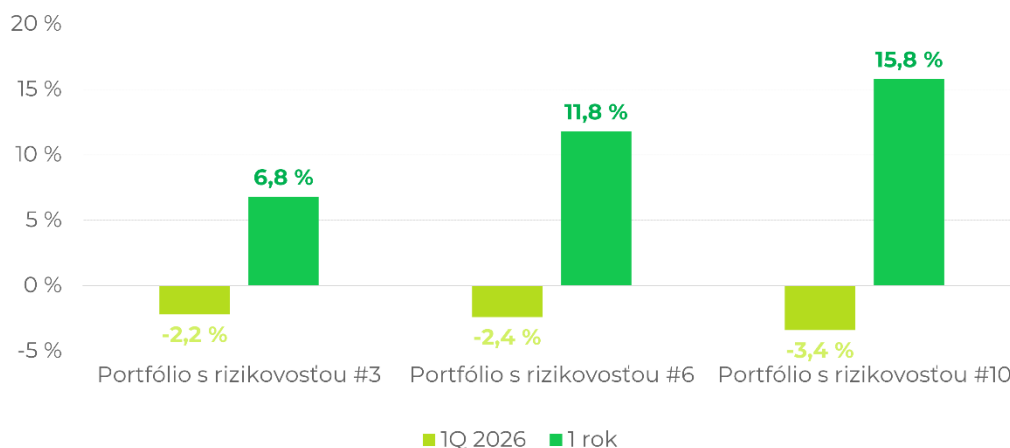
Výnosy portfólií a vplyv eura

Výnosy Portu portfólií sa pohybovali od -2,2 % do -3,4 % v závislosti na rizikovom profile. Konzervatívnejšie portfóliá s nižším rizikovým stupňom dosiahli menšie znehodnotenie, ako dynamickejšie portfóliá, tvorené predovšetkým akciovými trhmi, ktorým sa v úvode roku kvôli konfliktu na Blízkom východe nedarilo.

Pod výnos Portu portfólií sa v menšej miere pozitívne podpísal aj výmenný kurz. Tohtoročné posilňovanie eura voči americkému doláru dosiahlo svoje maximum na prelome januára a februára, keď sa výmenný kurz zvýšil až na 1,20 USD/EUR, čo bolo najviac od roku 2021. Silnejšie euro tak najprv znižovalo výnosy dynamickejších Portfólií od Portu, ktorých súčasťou sú americké akcie (index S&P 500) obchodované v dolároch. Následný geopolitický vývoj však viedol k opätovnému posilňovaniu amerického dolára voči euru až na úroveň 1,16 USD/EUR, teda pod hodnotu zo začiatku roka. To v konečnom dôsledku pomohlo zmierniť poklesy cudzomenových aktív pre slovenského investora.



Portfóliá od Portu v 2026



*Investičná výkonnosť klientských 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.

Venezuela, Grónsko, Irán a TACO

Hneď 3. januára USA vtrhli do Venezuely, kde zajali prezidenta Nicolása Madura. Oficiálnou zámienkou bolo obvinenie z narkoterorizmu, skutočným motívom však bola ropa. Venezuela disponuje približne 17 % svetových zásob, čo je najviac na svete. Pod Madurovým vedením však produkovala iba 1 % dennej svetovej produkcie kvôli zastaralej infraštruktúre a korupcii. Trump po operácii otvorene vyhlásil, že predtým znárodnené americké ropné firmy sa vrátia do Venezuely, minú miliardy dolárov a začnú krajine generovať príjmy. V reakcii na to ťažobný sektor USA rástol.

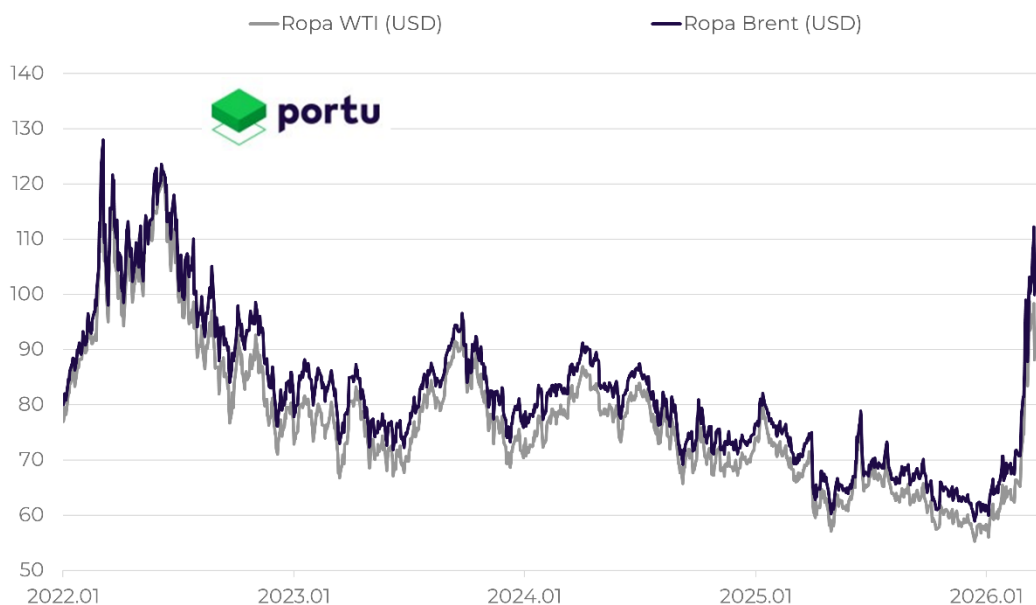
Čoskoro po svojom znovuzvolení začal Donald Trump otvorene hovoriť aj o získaní Grónska, a to kvôli jeho strategickému významu v Arktíde a rozsiahlym ložiskám vzácnych zemín. V januári 2026 pohrozil Dánsku a jeho európskym spojencom desaťpercentnými clami, ak budú brániť americkým ambíciám. Európsky parlament v reakcii na to zmrazil ratifikáciu obchodnej dohody s USA.

Trump nakoniec stiahol colné hrozby voči európskym spojencom, k žiadnej anexii nedošlo a na stole bolo prvé tohtoročné TACO (*Trump Always Chickens Out*, teda *Trump vždy vycúva*). Symbolický výsledok rokovaní v rámci NATO, ktorý má USA zabezpečiť širší prístup k Grónsku, však Trump označil za svoj veľký úspech. EÚ medzitým v reakcii na nepredvídateľnosť USA vyjedнала historickú obchodnú dohodu s Indiou, ktorá eliminuje clá na viac ako 95 % obchodovaného tovaru a EÚ si od nej sľubuje zdvojnásobenie exportu do Indie do roku 2032.

Vyvrcholením štvrťroka bol koordinovaný útok USA a Izraela na Irán, pri ktorom boli zasiahnuté kľúčové vojenské a jadrové ciele a zahynula aj časť najvyššieho iránskeho vedenia. Teherán následne odpovedal raketovými a dronovými útokmi na americké základne v krajinách Perzského zálivu a eskaloval situáciu uzavretím Hormuzského prielivu – kľúčovej námornej tepny, ktorou prechádza približne 20 %

celosvetovej dennej spotreby ropy. Trhy na túto eskaláciu reagovali prudkým rastom cien ropy, pričom cena severomorskej ropy Brent aj americkej WTI krátkodobo vystúpila až na 111 USD za barel.

Vývoj cien termínovaných kontraktov ropy WTI a Brent



Graf: Portu, zdroj: Bloomberg

Ceny ropy a zemného plynu sú kľúčovým hnacím motorom svetovej inflácie aj výkonnosti globálnej ekonomiky – od Spojených štátov cez Európu až po Čínu a Japonsko. Pre amerického prezidenta Donalda Trumpa je navyše dôležité, aby sa negatívne dopady diania na Blízkom východe neprejavili na americkej ekonomike. To by totiž mohlo viesť k zhoršeniu nálady Američanov a prejavíť sa v novembrových voľbách do Kongresu, ktoré sú pre Trumpa a republikánov zásadné.

Trump preto chcel ceny ropy vrátiť do normálu a tlačil na opätovné otvorenie Hormuzu. Iránu dával ultimátum, aby prieliv opäť otvoril, v opačnom prípade hrozil zničením iránskej infraštruktúry. Irán však všetky hrozby ignoroval. Zároveň Trump opakovane predlžoval lehoty. Jeho obľúbená taktika síce krátkodobo pomohla trhom, ale Hormuzský prieliv zostáva uzavretý dodnes.

Rast ropy a prísnejšia menová politika

Dlhodobé vysoké ceny ropy sú proinflačné a zásadným spôsobom zmenili očakávania v oblasti menovej politiky. Ešte vo februári 2026, pred vypuknutím iránskeho konfliktu, trhy počítali s dvoma zníženiami sadzieb Fedu v priebehu roka. Po uzavretí Hormuzského prielivu a raste cien ropy tieto očakávania prakticky zmizli a dlhopisové trhy začali naopak pripúšťať možnosť zvýšenia sadzieb. Hodnotiť plný dopad konfliktu na infláciu by bolo predčasné, ale opatrnosť je na

mieste. Preto sa v súčasnosti nepredpokladá, že by Fed do leta 2027 zmenil sadzby – či už smerom nahor, alebo nadol.

Ak ceny ropy zostanú zvýšené dlhší čas, trhom hrozí klasický stagflačný scenár – kombinácia spomaľujúceho sa rastu ekonomiky a pretrvávajúcej inflácie, ktorá centrálnym bankám viaže ruky. Nemôžu znižovať sadzby kvôli inflácii, ale ani zvyšovať kvôli slabšiemu rastu ekonomiky.

Bezpečné prístavy v kríze neobstáli

Zaujímavé bolo, že aktíva, ktoré sa tradične považujú za bezpečné útočiská v časoch konfliktov a kríz, sa nesprávali podľa učebnicových predpokladov. Zlato vstúpilo do konfliktu po silnom špekulatívnom raste, keď od začiatku roka do januárového vrcholu posilnilo o 20 %. Od vypuknutia vojny zlato kleslo z maxima o 15 %. Dôvod bol paradoxný: uzavretie Hormuzského prielivu vyvolalo obavy z inflačného šoku a nový výhľad menovej politiky spustil niekoľko vzájomne prepojených mechanizmov, ktoré naopak tlačili cenu zlata nadol.

Rastúce výnosy dlhopisov zvýšili reálny výnos a stali sa tak zaujímavou alternatívou k zlatu, ktoré neponúka žiadny výnos. Tzv. „margin calls“ potom prinútili špekulatívnych investorov ako prvých likvidovať ziskové pozície v zlate. Zlato tak prestalo plniť úlohu bezpečného prístavu nie preto, že by jeho dlhodobé fundamenty slabli, ale preto, že predchádzajúci rast bol ťahaný hlavne špekulantmi a nie tradičnými kupcami, ako sú centrálné banky alebo klenotníci. Ďalším dôvodom bolo aj posilnenie dolára, v ktorom sa so zlatom obchoduje, a tým pádom nižšia atraktívnosť pre investorov s inou domácou menou ako americkým dolárom.

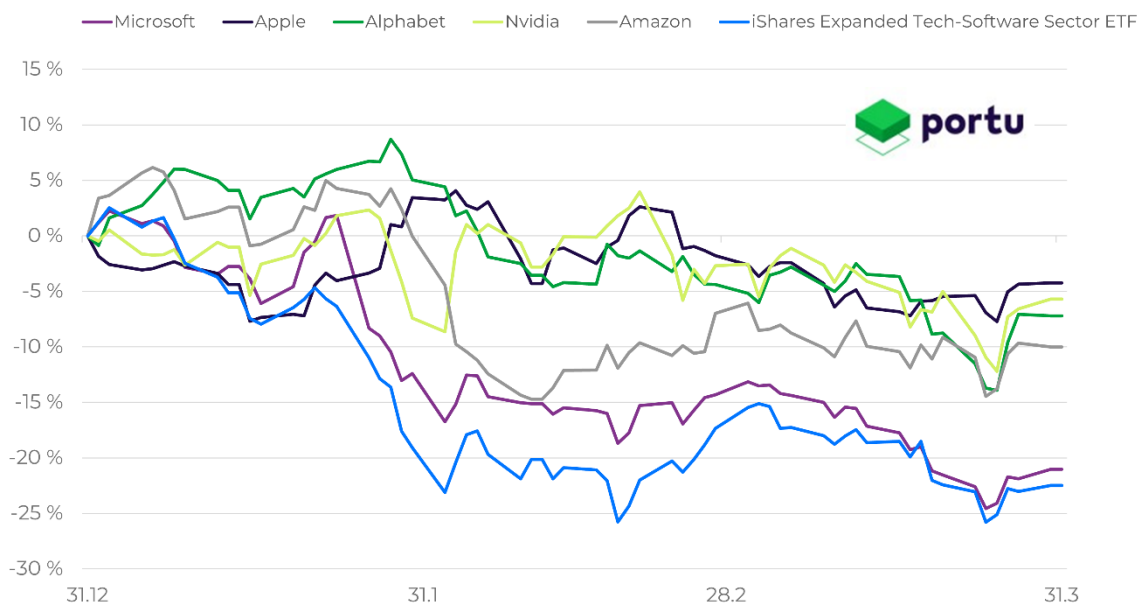
Rovnako sa správali aj akcie európskych zbrojárskych spoločností. Hoci konflikt na Blízkom východe odhalil zásadné slabiny v protivzdušnej obrane, investori akcie zbrojárskych spoločností vypredávali. Išlo však prevažne o technický výpredaj. Investori plošne znižovali riziko v rámci portfólia a predávali tam, kde mali najvyššie nerealizované zisky, čo zbrojárske spoločnosti po vlaňajšom extrémnom výkone jednoznačne mali. Dlhodobý výhľad pre sektor však zostáva silný. Zbrojársky priemysel bude roky nahrádzať spotrebované zásoby interceptorov a vynútená akcelerácia európskej obrannej sebestačnosti sa pravdepodobne stane najsilnejším štrukturálnym impulzom pre celý sektor za posledné roky.

Obavy z AI a pokles technológií

Oblúbený ťahúň trhov posledných rokov v prvom štvrtroku investorov príliš nepotešil – technologický sektor naopak patril medzi najväčších porazených. Najhoršie si viedol americký softvér. Index S&P North American Expanded Technology Software stratil 24 % kvôli obavám z narušenia modelu Software ako služba (SaaS) umelou inteligenciou. Trh vidí riziko v tom, že pokroky najmä v rámci modelu Claude od spoločnosti Anthropic zvyšujú riziko, že softvér tretích strán bude postupne nahrádzaný agentmi umelej inteligencie. Celosvetový

technologický sektor ako celok klesol o 9 %. Zo skupiny veľkej sedmičky stratil od nového roka najviac Microsoft s poklesom o 23 %, nasleduje Meta -13 %, Amazon -10 %, Alphabet -8 %, Nvidia -6,5 % a Apple -6,7 %.

Vývoj technológií v roku 2026



Graf: Portu, zdroj: Bloomberg

Paradox je pritom zrejмый: firmy investujú do AI rekordné sumy, umelá inteligencia dominuje na každej konferencii o výsledkoch a v každom rozhovore s analytikmi. Analýzy komentárov firiem z indexu S&P 500 k posledným kvartálnym výsledkom však odhaľujú nepríjemnú pravdu – zatiaľ čo 70 % spoločností spomína AI v všeobecnom kontexte, iba 1 % sa pokúša vyčíslit jej skutočný vplyv na tržby. Trhy, ktoré niekoľko rokov vnímali pozitívne len samotný fakt, že spoločnosti s AI niečo robia, teraz prechádzajú do fázy, keď chcú vidieť čísla. A tie zatiaľ chýbajú.

Výhľad na zvyšok roka? Záleží to hlavne na Iráne, rope a umelej inteligencii

Výhľad na zvyšok roka 2026 je poznačený viacerými otáznikmi. Klúčovými premennými zostávajú Irán a cena ropy. Ak dôjde k prímeriu a Hormuzský prieliv sa úplne otvorí, ceny ropy klesnú, inflačné tlaky sa zmiernia a centrálné banky získajú späť priestor na znižovanie sadziieb. To by bolo pre akciové trhy silným katalyzátorom rastu. Ak konflikt pretrvá, stagflačný scenár sa prehĺbi a trhy čaká ďalšie turbulentné obdobie.

Druhou kľúčovou premennou bude monetizácia umelej inteligencie. Trhy prechádzajú z fázy nadšenia do fázy vyžadovania dôkazov. Firmy, ktoré v nadchádzajúcich kvartálnych výsledkoch dokážu preukázať konkrétny príjmový efekt svojich investícií do umelej inteligencie, budú odmenené. Tie, ktoré budú pokračovať vo všeobecných rečiach bez čísel, budú potrestané. Toto prehodnotenie sa bude prehĺbovať a môže spôsobiť ďalšie rozdiely vo výkonnosti jednotlivých sektorov.

Tretou témou zostáva prepisovanie svetových obchodných pravidiel. Dohoda medzi EÚ a Indiou, dohoda medzi Kanadou a Čínou a ďalšie spojenectvá alebo obchodné dohody mimo sféry vplyvu USA sú súčasťou zmien vo svetovom obchode. Pre investorov to znamená, že expozícia mimo USA je pre diverzifikáciu portfólia ešte kľúčovejšia, než tomu bolo v predchádzajúcich rokoch.

Evaluácia investičnej stratégie

V priebehu prvého štvrťroka roku 2026 sme neprijali žiadne strategické zmeny v investičnej stratégii. V rámci investičnej komisie však zvažujeme niekoľko úprav v našich portfóliách s cieľom lepšie využiť aktuálne príležitosti na globálnych trhoch a posilniť ich dlhodobý výnosový potenciál. Tieto kroky zároveň vedú k širšej regionálnej diverzifikácii portfólií.

Hoci USA v poslednom období strácajú časť svojho vplyvu v globálnej ekonomike, neznamena to pokles významu amerických spoločností. USA zostávajú kľúčovým svetovým trhom s vysokou ziskovosťou firiem, priaznivým makroekonomickým výhľadom a štrukturálnou výhodou v podobe technologických inovácií, ktoré podporujú produktivitu naprieč sektormi. Tie by mali v budúcnosti generovať nadštandardné marže aj v prostredí vyšších úrokových sadzieb, čo vnímame ako budúci kľúčový motor globálneho rastu. V súčasnosti to navyše vyzerá, že ropné šoky spôsobené vojnou v Iráne nebudú mať na menovú politiku a ziskovosť firiem taký veľký negatívny vplyv, ako sa očakávalo.

Zároveň sa už dlhší čas venujeme otázke, či a akým spôsobom dať priestor britským akciám, ktoré momentálne v portfóliách zámerne nie sú zahrnuté. Londýnska burza si stále udržuje status najväčšieho akciového trhu v Európe, čo je pozitívne z hľadiska hĺbky trhu a dividendového charakteru mnohých britských firiem. Na druhej strane však vidíme štrukturálne riziká vyplývajúce z brexitu, trvalejších obchodných bariér, administratívnej záťaže a dlhodobého odlivu emisií a likvidity smerom na kontinent alebo do USA. Preto nechceme prípadné zastúpenie Británie realizovať na úkor kvalitných a dynamickejších spoločností z jadra eurozóny.

Priestor na zmenu vidíme aj v zvýšení expozície voči rozvíjajúcim sa trhom. V rámci nich vidíme potenciál najmä v Indii, ktorú by sme prípadne nadvážili na úkor Číny, a to kvôli výrazne priaznivejšej demografii, silným vyhlídkam domáceho dopytu, rýchlo rastúcej digitálnej ekonomike a konkurencieschopnému technologickému

sektoru. Čína sa naopak vyrovnáva s doznievajúcou realitnou krízou, starnúcou populáciou a vyššou regulačnou neistotou.

Zvýšenie zastúpenia rozvíjajúcich sa trhov by sme potom realizovali najmä na úkor globálnych malých spoločností, u ktorých vidíme v budúcnosti obmedzenejší priestor na rast z dôvodu zvýšených úrokových sadzieb. Tie výrazne znižujú marže menších firiem a obmedzujú priestor na investície do rozvoja. Druhý dôvod je štruktúrálny. Veľké spoločnosti sa stávajú ešte väčšími a koncentrácia ziskov a prílev peňazí by sa aj v budúcnosti mali naďalej presúvať k spoločnostiam s vyššou trhovou kapitalizáciou, ktoré ťažia z výraznej prevádzkovej páky, silných značiek, globálnej distribúcie a schopnosti masívne investovať do technológií.

V portfóliách vykonávame zmeny uvážlivo a len vtedy, ak sú skutočne odôvodnené. Naším cieľom je zachovať stabilnú investičnú stratégiu a zároveň minimalizovať prípadné dopady jednotlivých úprav. Súčasnú ekonomickú aj trhovú situáciu priebežne vyhodnocujeme a zapracovávame ju do nášho odborného výhľadu, na základe ktorého posudzujeme, či sú zmeny vhodné z hľadiska výkonnosti, riadenia rizika alebo diverzifikácie. Tam, kde zvažujeme určité úpravy do budúcnosti, pripravujeme sa na ne s predstihom, aby sme boli pripravení konať vo vhodnom okamihu. To teda neznamená, že zmena musí nastať okamžite, ale že chceme byť pripravení využiť správnu príležitosť v momente, keď to bude mať zmysel.



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.