

ŠTVRŤROČNÁ SPRÁVA Q2 2026

Komentár k vývoju portfólií



Od paniky späť k maximám

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

- Upokojenie na Blízkom východe a lacnejšia ropa
- Návrat k vyšším úrokovým sadzbám
- AI dodala dôkazy a pamäťové čipy zažiarili
- Zlý štvrťrok pre zlato

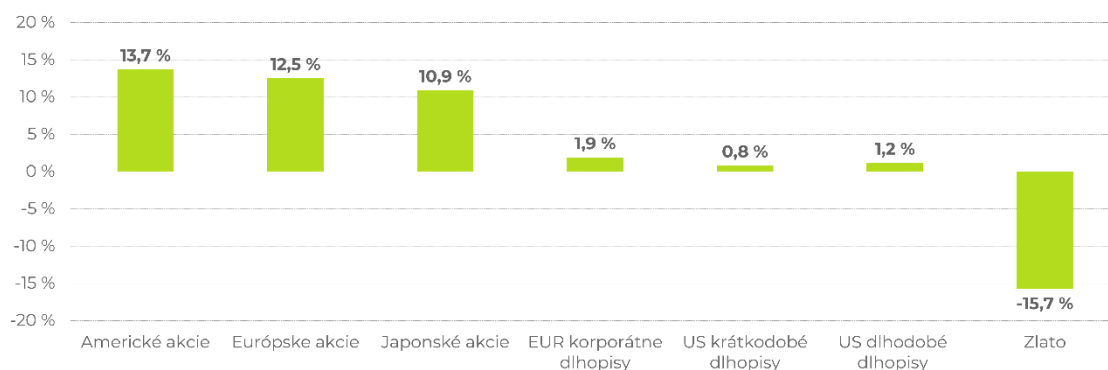
Zatiaľ čo prvý štvrťrok sme zakončili s vyhrotenou geopolitickou situáciou, drahou ropou a obavami zo stagflácie, druhý priniesol obrat, ktorý na prelome marca a apríla čakal málokto. Napätie okolo Blízkeho východu poľavilo, energie zlacneli a investorom sa uľavilo. Trhy nám tak znovu pripomenuli starú pravdu: najväčšie zvraty prichádzajú vo chvíli, keď je nálada najchmúrnejšia.

Návrat optimizmu pritom nestál len na geopolitike. Podporila ho aj mimoriadne silná výsledková sezóna, ktorá trhom dodala presne to, čo po nich investori na konci zimy požadovali – hmatateľné dôkazy, že obrie investície do umelej inteligencie začínajú reálne zlepšovať výsledky firiem. Americké aj ďalšie svetové akciové indexy vďaka tomu straty z prvého štvrťroka zmazali a vrátili sa na svoje historické maximá.

Obrat ale nebol zadarmo. Vojnové zdraženie energií zdvihlo infláciu na oboch stranách Atlantiku a centrálné banky preto namiesto očakávaného znižovania sadzieb začali prvýkrát po rokoch s ich zvyšovaním - najprv ECB, potom ČNB. Aj americký Fed sa pod novým vedením priklonil k oveľa prísnejšej menovej politike. Na výhľad globálne vyšších sadzieb následne citelne doplatilo zlato.



Výnosy vybraných tried aktív: 2Q 2026

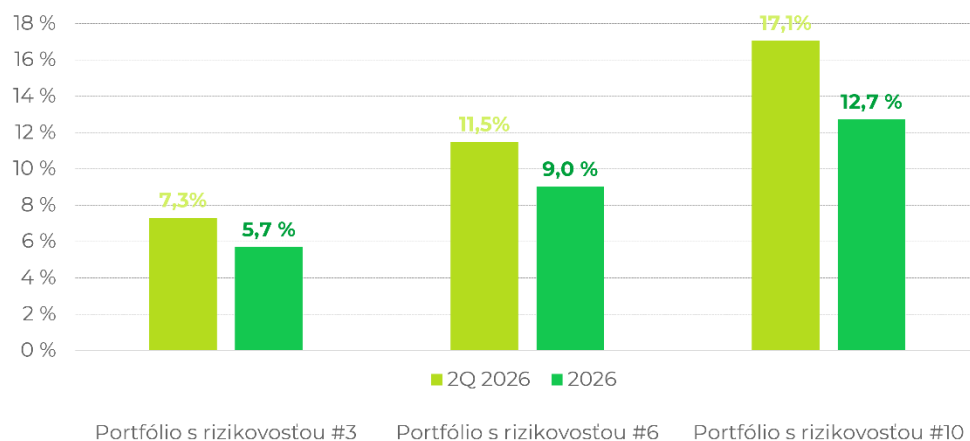


Výnosy portfólií a vplyv eura

Štvrťročne sa výnosy Portfólií od Portu pohybovali od 7,3 % do 17,1 % podľa rizikového profilu. Rovnako ako v predchádzajúcich rastových kvartáloch sa viac darilo dynamickejším portfóliám s vyšším podielom akciovej zložky – tá najviac ťažila z návratu trhov na maximá. Pozornosť si ale zaslúžia aj konzervatívnejšie portfóliá s rizikovým profilom 3 až 6. Tým sa darilo napriek tomu, že im výkonnosť citelne zrážal prepád zlata. O tom podrobnejšie nižšie. Euro v druhom štvrťroku voči doláru oslabilo o 1,4 %. Vplyv kurzu na portfóliá tak pri investíciách v dolároch bol mierne pozitívny, rovnako ako v prvom štvrťroku.



Portfóliá na mieru 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.*

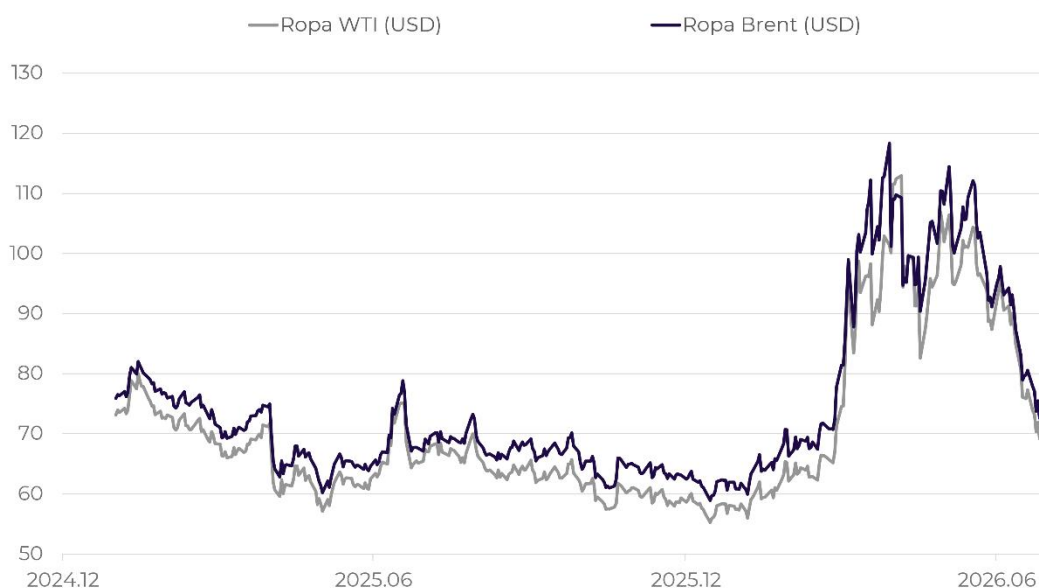
Upokojenie na Blízkom východe a lacnejšia ropa

Cesta k upokojeniu nebola priamočiara. Prímerie medzi USA a Iránom zo začiatku apríla vydržalo len krátko. Hormuzský prieliv sa síce v polovici mesiaca otvoril, ale potom zase uzavrel. Nasledovala séria Trumpových ultimát s odkladanými lehotami, na ktoré si trhy postupne zvykli a reagovali čoraz menej. Zlom prišiel 17. júna podpisom memoranda o porozumení – nešlo o plnohodnotný mier, ale o rámec pre deeskaláciu. Irán otvoril Hormuzský prieliv a na 60 dní umožnil bezplatný prejazd, USA výmenou zrušili námornú blokádu. Pre nás je podstatné, že konflikt sa začal upokojuvať a dodávky ropy sa postupne obnovujú.

Ropný trh zareagoval razantne. Brent, ktorý prvý štvrťrok uzatváral okolo 110 dolárov za barel, klesol koncom júna pod 75 dolárov, teda na hodnoty z obdobia pred vypuknutím konfliktu. K poklesu vedľa deeskalácie prispelo aj zvyšovanie ťažobných kvót zo strany OPEC+ a agresívne zlacňovanie saudskej ropy pre Áziu, ktorá je od dovozu masívne závislá. Vplyv malo aj rozpúšťanie ropných rezerv, ku ktorému siahli ako štáty, tak súkromné firmy. Tie ich uvoľňovali ešte v čase, keď bola ropa kvôli vojne drahá - jednak aby zbrzdili rast cien, jednak aby draho predali. Ponuka na trhu sa tak z niekoľkých strán zvyšovala práve vo chvíli, keď z cien mizla vojnová prémia.

Pre naše portfóliá bola lacnejšia ropa dobrá správa. Uvoľnila inflačné tlaky a vrátila akciám priestor na rast. Upokojenie je však krehké. Hneď na začiatku júla Irán zaútočil na plavidlá v Hormuzskom prielive, USA odpovedali vojenskými údermi a Trump dohodu vyhlásil za mŕtvu. Ropa síce okamžite zdražela, ale aj tak zatiaľ našťastie zostáva hlboko pod vojnovými maximami.

Vývoj cien termínovaných kontraktov ropy WTI a Brent



Graf: Portu, zdroj: Bloomberg

Návrat k vyšším úrokovým sadzbám

Vojna na Blízkom východe po sebe zanechala inflačnú dohru. Americká inflácia v máji medziročne vzrástla na 4,2 %, teda najviac od apríla 2023, inflácia v eurozóne stúpila na 3,2 %. Centrálné banky, od ktorých trhy ešte na začiatku roka čakali znižovanie sadzieb, tak začali mať výrazne menší manévrovací priestor a do hry sa vrátili debaty o možnom zvyšovaní úrokov.

V júni potom americký Fed ponechal úrokové sadzby bez zmeny v pásme 3,50 – 3,75 %. Išlo o prvé rozhodnutie pod vedením nového šéfa Kevina Warsha. Aktualizovaná prognóza je potom nečakane prísna. Medián výhľadu sadzieb na konci roka vzrástol z 3,4 % na 3,8 % a zvýšenie úrokov čaká polovica všetkých centrálnych bankárov, ktorí zverejňujú svoje výhľady. Kontrast s koncom prvého štvrťroka je značný - vtedy trhy nečakali zmenu sadzieb Fedu až do leta 2027. Dnes očakávajú zvýšenie už na jeseň a možné pokračovanie v budúcom roku.

Vo Fede však panuje určitá rozpoltenosť, čo dobre ilustruje zápisnicu z júnového zasadnutia. Centrálni bankári sa v pohľade na ďalšie smerovanie sadzieb nezhodli a preberali hneď niekoľko scenárov vývoja ekonomiky. Väčšina vnímala, že riziko vyššej inflácie je reálne. Niektorí dokonca spomenuli, že by v niektorých prípadoch bolo potrebné sadzby zvýšiť – najmä keby inflácia zostala vysoká kvôli silnému dopytu spojeného s AI, konfliktu na Blízkom východe alebo vplyvom ciel. V takom prípade by podľa takmer všetkých bolo nutné politiku sprísniť, aby sa inflácia vrátila k 2 %. My zatiaľ predpokladáme, že k ničomu z toho nedôjde a americké sadzby zostanú do konca roka bez zmeny.

ECB na júnovom zasadnutí zvýšila úrokové sadzby o 0,25 percentuálneho bodu – prvýkrát od roku 2023 a v čase, keď sama počíta pre tento rok s rastom HDP eurozóny len 0,8 %. Uťahovanie menovej politiky je pri takejto slabej ekonomike odvážne a signalizuje, že potlačenie inflácie má pre banku prednosť pred podporou rastu.

Rovnako sa v júni rozhodla aj ČNB, ktorá zvýšila dvojťždňovú repo sadzbu na 3,75 %, aj keď sa česká inflácia drží pri dvojpercentnom ciele. Reaguje tým na domáce proinflačné riziká: štedrú fiškálnu politiku a rýchly rast miezd i cien v službách.

Obrat centrálnych bánk a vyššie úrokové sadzby nevnímame ako problém, skôr ako nový normál, ktorému sa trhy postupne prispôbia. Akciám síce tradične svedčí prostredie nízkych sadzieb, vyššie úroky dlhšiu dobu ale majú aj svoju dobrú stránku - vracajú zmysel kvalitným dlhopisom, ktoré dnes nesú slušný výnos a svedčia bankám. Znevýhodňujú naopak aktíva bez úroku, ako je zlato, a menšie firmy závislé na lacných peniazoch.

Pre naše portfóliá je výsledok skôr priaznivý. Ich dlhopisová časť je dnes výnosnejšia ako v predchádzajúcich kvartáloch a v pluse sú nielen krátkodobé dlhopisy so splatnosťou 0-1 rok, ale aj dlhodobé americké vládne dlhopisy so splatnosťou 20 a

viac rokov. Po upokojení situácie na Blízkom východe a poklese cien ropy už totiž ich cenu neznižuje strach z vojnovnej inflácie.

AI dodala dôkazy a pamäťové čipy zažiarili

V minulej správe sme písali, že príbeh AI prechádza z fázy nadšenia do fázy požadovania dôkazov o návratnosti. Druhý štvrťrok ukázal, že keď dôkazy dorazia, trh je štedrý. Jarná výsledková sezóna totiž dopadla mimoriadne.

Podľa spoločnosti FactSet vzrástli zisky firiem z indexu S&P 500 medziročne o 28,6 %. To je najviac od konca roku 2021 a zároveň už šiesty štvrťrok v rade, keď zisky rástli dvojciferným tempom. A to sa na konci marca čakal medziročný rast len okolo 13 %. Obrie investície do AI sa konečne začínajú prepisovať do reálnych tržieb a ziskov – a trhy na to reagujú nadšením.

Dôležité pritom je, že rast nestál len na technológiách. Medziročne zvýšilo zisky desať z jedenástich sektorov indexu a z toho hneď sedem dvojciferným tempom – popri IT a komunikačných službách napríklad aj spotrebný tovar a materiály. Jediným sektorom, ktorý zisky medziročne znížil, bolo zdravotníctvo.

Bolo by ale chybou tvrdiť, že trhu vládli technologickí giganti - naopak. „Veľká sedmička“ tento rok zaostáva za širokým trhom. Index Bloomberg Magnificent 7 od začiatku roka do konca júna odpísal 1,7 %, zatiaľ čo S&P 500 pridal 9,55 %. Aj za samotný štvrťrok zostala sedmička (+11,7%) za celým indexom (+14,9%).

Motorom trhu tentoraz neboli doterajší favoriti, ale polovodičové spoločnosti a výrobcovia pamäťových čipov ako Micron, SanDisk, SK Hynix alebo Western Digital. Rozjazd AI datacentier totiž spôsobil explóziu dopytu po pamäti s vysokou priepustnosťou (HBM). Práve na tie trojica Samsung, SK Hynix a Micron presmerovala svoje výrobné kapacity aj keď rovnaké firmy zásobovali cez 90 % trhu s DRAM. A pretože výroba HBM je výnosnejšia, ale spotrebuje násobne viac výrobných plochy, bežných pamätí je teraz málo a ich cena vyletela nahor: DRAM +44 % a NAND +53 % medzikvartálne.

Softvérové spoločnosti naopak ďalej zostávajú pod tlakom kvôli obavám z narušenia modelu „softvér ako služba“ AI agentmi. Trh navyše trestá každý náznak, že sa rekordné kapitálové výdavky nevracajú, čo teraz môžeme vidieť pri akciách Microsoftu alebo pri Mete.

Pre našu investičnú stratégiu sú tieto zmeny v pelotóne amerických technológií skôr potvrdením ako varovaním. Ukazujú, že rast nemusí stáť a padať na hŕstke najznámejších mien a že široká globálna diverzifikácia vie zachytiť víťaza aj tam, kde ich práve nikto nečaká.

Zlý štvrťrok pre zlato

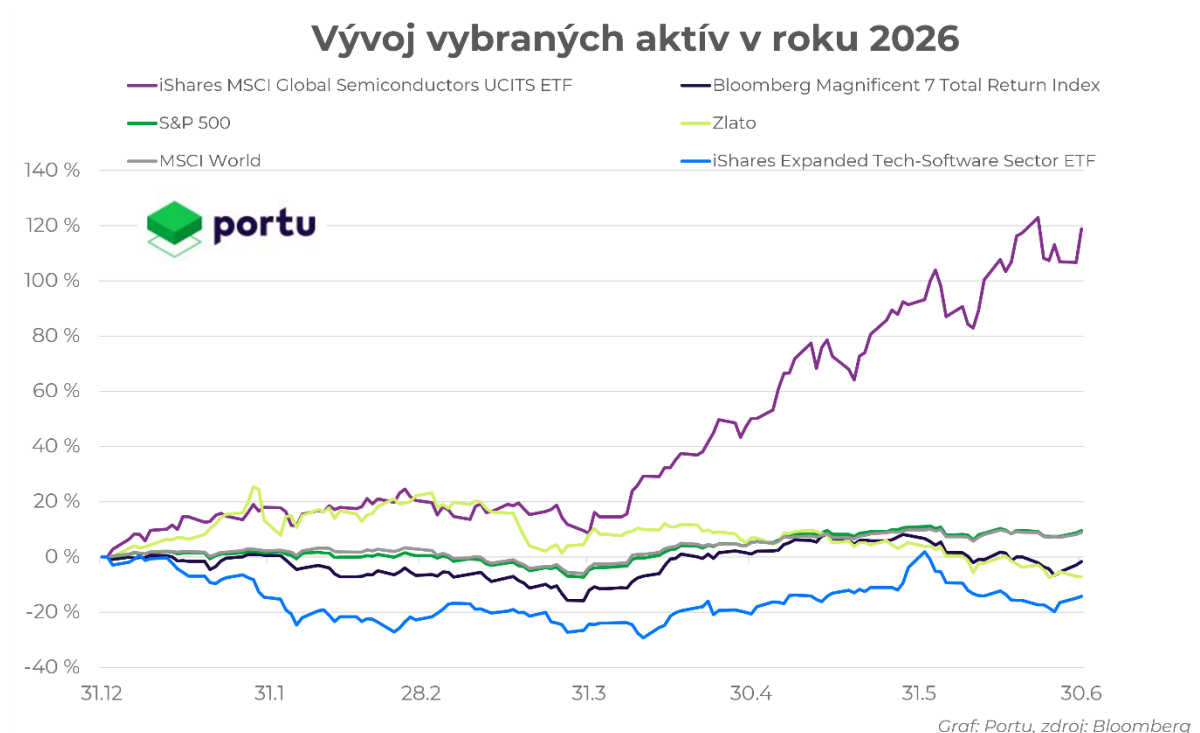
Drahý kov, hviezda roku 2025, prežil mizerný polrok. Od januárového rekordu 5 500 dolárov za uncu len padá - a prepad pokračoval aj v druhom štvrťroku. Zlato odpísalo ďalších takmer 16 % a kvartál uzavrelo tesne nad 4 000 dolármi za uncu. Ide tak o najhorší štvrťrok od roku 2013. V súčte je od začiatku roka zlato nižšie o necelých 8 %.

Zatiaľ čo v prvom štvrťroku cenu zlata zrazilo predovšetkým to, že špekulanti začali po mimoriadne silnom raste vo veľkom odpredávať, v druhom štvrťroku ho ťahalo dole očakávanie vyšších úrokových sadzieb. Vyššie výnosy štátnych dlhopisov ponúkli zaujímavejšie zhodnotenie ako sedenie na hromade bezúročného zlata a s upokojením situácie na Blízkom východe prestal byť žltý kov zaujímavý aj ako stabilná investícia do nepokojných čias. To všetko tlačilo cenu ešte nižšie.

Za slabším výkonom zlata stojí aj silnejší dolár a ustupujúci strach z toho, že inflácia zostane dlhšiu dobu neobvykle vysoká. Po minulom mimoriadnom roku, keď zlato pripísalo 67 %, sa teraz ukazuje, v akom prostredí sa mu nedarí. Investori už nehľadajú toľko bezpečných aktív a zároveň prestali veriť, že sa roztočí nová inflačná špirála.

Práve tej sa pritom trh obával v súvislosti s výmenou šéfa Fedu, ktorý mal údajne vyhovieť Trumpovým tlakom na znižovanie sadzieb. Kevin Warsh totiž ešte vlani, keď sa o post uchádzal, otvorene zastával názor nižších úrokových sadzieb. Tvrdil, že rozvoj umelej inteligencie zvýši produktivitu ekonomiky, a infláciu tak sám o sebe zrazí.

Po svojom nástupe ale nový šéf Fedu zatiaľ drží sadzby aj kurz nezávislého rozhodovania. Americká centrálna banka pod jeho vedením zrejme nemá v úmysle podliehať politickým tlakom ani zľavovať zo snahy dostať infláciu nízko.



Výhľad na zvyšok roka

Kľúčovou premennou zostáva Blízky východ. Ak sa dočkáme trvalej dohody, ropa zostane lacnejšia, inflačné tlaky povolia a centrálné banky nebudú musieť zvyšovať sadzby – dokonca by ich časom mohli opäť znížiť. To by trhom samozrejme veľmi pomohlo. Ak sa konflikt vráti, vrátia sa s ním aj vyššie ceny energií a riziko zvýšenej inflácie. Trhy zatiaľ vsádzajú na prvý scenár: dodávky ropy sa obnovujú rýchlejšie, než sa čakalo, a na eskalačnú rétoriku reagujú stále menšími výkyvmi.

Hlavným ťahúňom trhov bude aj naďalej umelá inteligencia. Investori ale budú čím ďalej prísnejšie rozlišovať medzi firmami, ktorým sa investície vracajú v podobe vyšších tržieb, a tými, ktoré zatiaľ len míňajú. Pomôže aj to, že ocenenie akcií dnes nie je tak napäté, ako by sa podľa rastu indexov zdalo. Zisky stúpali rýchlo a valuácie sú preto nižšie ako na začiatku roka. Hlavným rizikom teda nie je nadhodnotený trh, ale to, že firmy nedokážu udržať tempo rastu ziskov. V tom prípade by sa dnes rozumné ocenenie stalo drahým. Prvou skúškou bude letná výsledková sezóna.

Osobitnú pozornosť si zaslúžia polovodiče, ktoré tento rok ťahali trh nahor. Ceny pamätí vyleteli kvôli nedostatku kapacít, lenže vysoké marže teraz pochopiteľne lákajú výrobcov na rozširovanie výroby. Historicky je tento sektor cyklický, takže ponuka skôr či neskôr dopyt doženie. Je však notoriously ťažké povedať, kedy presne to bude. Práve preto do polovodičov ani do iného „víťazného“ sektora

neodporúčame koncentrovať portfóliá a spoliehame sa na širokú diverzifikáciu, ktorá zachytí rast tam, kde práve vzniká.

Po silnom odraze v druhom štvrťroku je potrebné zmierniť očakávania. Tento rok už dvakrát ukázal, ako rýchlo sa nálada na trhoch vie otočiť, a to oboma smermi. S nejakými prepadmi je preto potrebné počítať aj v druhom polroku.

Zhodnotenie a zmeny v investičnej stratégii

V druhom štvrťroku sme žiadne strategické zmeny nevykonali. Investičná komisia ale ďalej vyhodnocuje vývoj na finančných trhoch a jeho vplyv na naše portfóliá. Starostlivo sledujeme, čo urobia vyššie úrokové sadzby, vývoj fiškálnej politiky aj regionálne a sektorové trendy na akciových trhoch. A keby sa dlhodobý investičný výhľad jednotlivých tried aktív výrazne zmenil, dokážeme portfóliá rýchlo upraviť, aby pre našich klientov ostali čo najvýhodnejšie. Aké trendy zatiaľ vidíme a na čo sa pripravujeme?

V akciovej zložke portfólií nechávame veľký podiel americkému trhu, pretože má najväčší priestor dlhodobo rásť. Ťaží zo silného domáceho dopytu, vysokej miery inovácií, zlepšovania produktivity i schopnosti priťahovať kapitál zo zahraničia. Zároveň si uvedomujeme, že nasmerovať väčšinu investícií do jedného regiónu je riskantné. Vlni to potvrdil vývoj po oznámení recipročných ciel, tento rok zase presun záujmu investorov mimo najväčších amerických technologických mien. Preto budeme udržiavať a výhľadovo prípadne mierne posilníme zastúpenie európskych akcií a rozvojových trhov, ktoré môžu v niektorých obdobiach zmierňovať dopady výkyvov trhu amerického.

V Európe veríme predovšetkým potenciálu jadrových ekonomík eurozóny. Európska ekonomika síce čelí mnohým štrukturálnym problémom, vďaka tomu sú tu ale oproti americkému trhu akcie relatívne lacné. A rastúca politická i podnikateľská snaha zvýšiť európsku konkurencieschopnosť by sa podľa nás mohla dlhodobo vyplatiť.

Rozvojové trhy aj naďalej považujeme za dôležitú súčasť diverzifikovaného portfólia. Len tu nájdeme v jednom balíčku zaujímavé technologické spoločnosti a krajiny bohaté na strategické suroviny. Predpokladáme, že s technologickým rozvojom porastie hlad po surovinách, ako aj význam energetiky – a oboje bude mať vplyv na globálnu ekonomiku. Vidíme tu tak veľmi zmysluplnú dlhodobú investičnú príležitosť.

V dlhopisovej zložke zachováme vyvážené rozloženie medzi štátnymi a podnikovými dlhopismi. Hoci v uplynulom štvrťroku prispeli kladne aj dlhopisy dlhodobé, príde nám kvôli zvyšovaniu úrokových sadzieb rozumné ich podiel postupne znižovať. Nástroje na kratšiu dobu sú v tejto chvíli atraktívnejšie, pretože ponúkajú stabilnejšie výnosy.

Celkovo vývoj v prvej polovici roka znovu potvrdil význam širokej diverzifikácie. Výkonnosť jednotlivých regiónov aj sektorov sa výrazne líšila a pripomenula, že dlhodobá je veľmi ťažké predvídať budúcich lídrov trhu. Súčasné nastavenie portfólií však stále zodpovedá nášmu dlhodobému investičnému výhľadu.

Do prípadných úprav sa preto pustíme až vo chvíli, keď budeme presvedčení, že pre našich klientov dávajú zmysel. Ich prínos pre výkonnosť, riadenie rizika alebo diverzifikáciu musí byť väčší ako náklady, ktoré sú so zmenou portfólia spojené. Ako sme už písali vyššie, zatiaľ zvažujeme len miernu úpravu rozloženia akcií smerom k regiónom mimo Ameriku a presun od dlhodobých dlhopisov ku krátkodobejším.



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.