

Štvrťročná správa

Q3 2026

Komentár k vývoju portfólií

Akcie vzdorujú drahšej rope aj peniazom

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

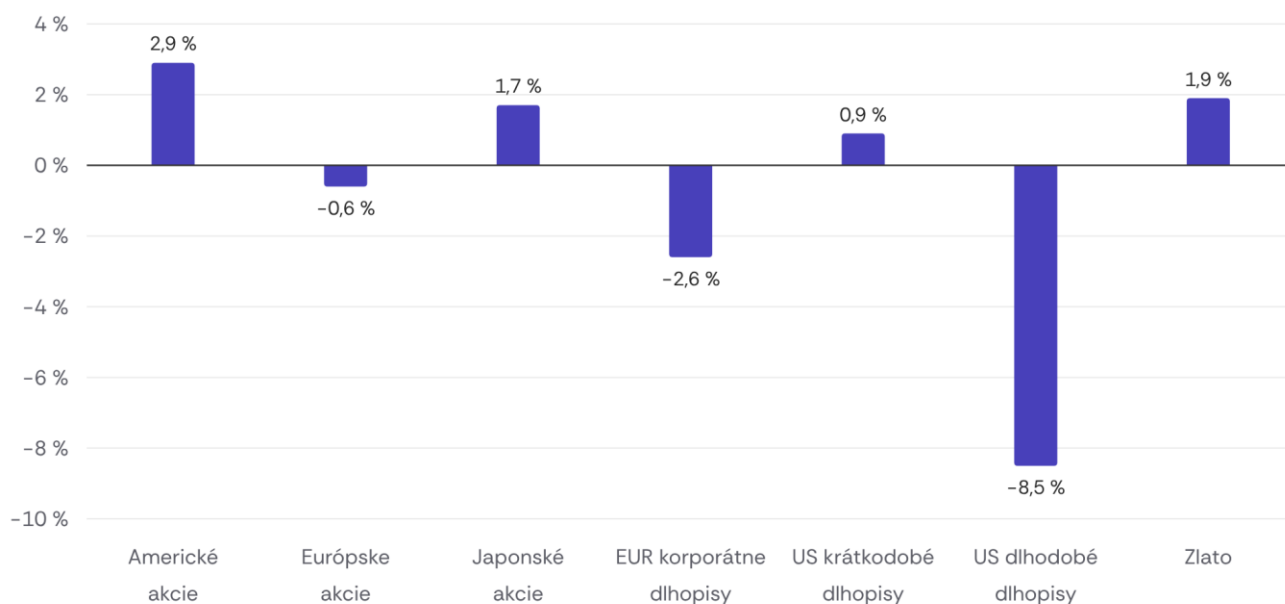
- Blízky východ znovu zdrazil ropu
- Centrálné banky šliapli na brzdu
- Dlhopisy pod tlakom vyšších sadzieb
- Zisky firiem držia akcie nad vodou

Druhý štvrťrok sme ukončili s nádejou, že upokojenie na Blízkom východe vydrží, ropa zlacnie a centrálné banky nebudú zvyšovať úrokové sadzby. Tretí štvrťrok tieto nádeje bohužiaľ z veľkej časti nenaplnil. Krehká dohoda medzi USA a Iránom sa rozpadla hneď na začiatku júla a ropa počas leta znova zdražela.

Drahšie energie vrátili do hry obavy z inflácie a centrálné banky na ne reagovali. Americký Fed prvýkrát po troch rokoch zvýšil úrokové sadzby a Európska centrálna banka ich tento rok zdvihla už dvakrát. Najviac to pocítili dlhopisy. Ich výnosy vzrástli na mnohoročné maximá a najmä ceny dlhopisov s dlhou splatnosťou citelne klesli.

Akciové trhy pritom zostali prekvapivo odolné. Mimoriadne silná výsledková sezóna za druhý štvrťrok udržala americké akcie v blízkosti historických maxím, aj keď sa pod povrchom prelievali peniaze medzi sektormi aj regiónmi. Výsledkom je zmiešaný štvrťrok: naše portfóliá v ňom mierne stratili, od začiatku roka ale zostávajú v solídnom pluse.

Zhodnotenie vybraných tried aktív: 3Q 2026



Graf: Portu, zdroj: Bloomberg

Výnosy našich portfólií a vplyv eura

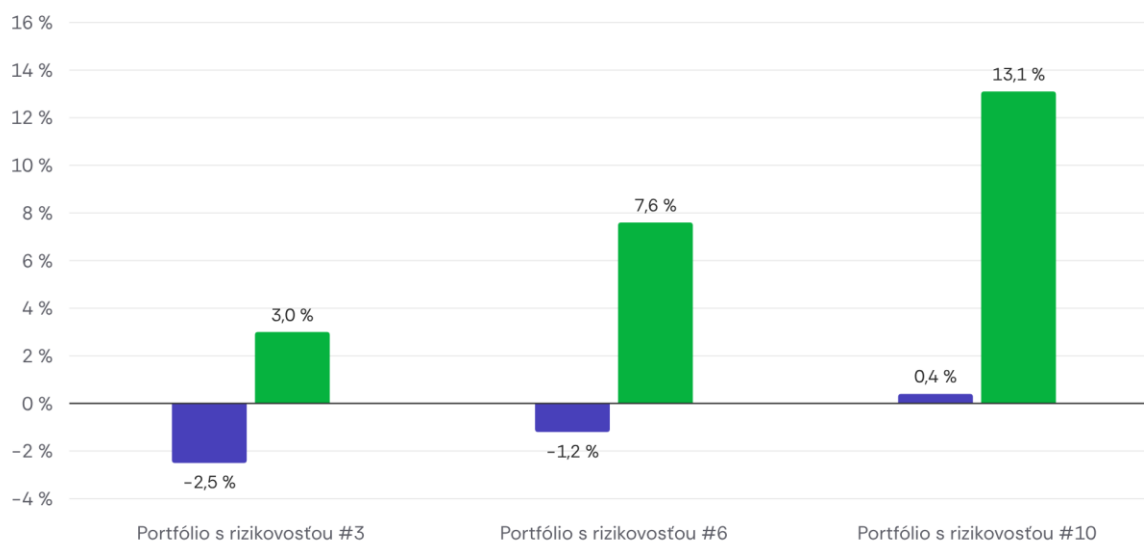
Štvrťročne sa výnosy Portfólií od Portu pohybovali od -2,5 % do 0,4 % podľa rizikového profilu. Po silnom druhom štvrťroku ide o miernu stratu, ktorá na dobrom tohtoročnom výsledku nič zásadné nemení.

V uplynulom štvrťroku sa nedarilo najmä dlhopisom s dlhšou splatnosťou. Dôvodom bol rast úrokových sadzieb, ktorý tlačí ceny už vydaných dlhopisov dole. Novo vydávané dlhopisy totiž ponúkajú vyššie výnosy, a tie staršie preto musia zlacniť, aby pre investorov zostali atraktívne. Tento efekt je pri dlhopisoch s dlhšou splatnosťou výraznejší, a tak boli v uplynulom štvrťroku pod najväčším tlakom práve tie.

Zo sledovaných portfólií stratilo najviac Portfólio s rizikovým profilom 3. Takmer polovicu jeho majetku tvoria dlhopisy vrátane amerických štátnych a podnikových dlhopisov. Americké akcie, ktoré patrili medzi výkonnejšie zložky portfólia, v ňom tvoria len 22 %, zatiaľ čo v Portfóliu 10 je ich podiel viac ako dvojnásobný. Portfólio 10 preto ako jediné skončilo v miernom zisku, keď rast amerických akcií vykompenzoval straty akcií menších spoločností a časti rozvíjajúcich sa trhov.

Euro v treťom kvartáli voči americkému doláru oslabilo o 0,7 %. V priebehu štvrťroka sme však boli najprv svedkami silného posilňovania eura v dôsledku zvýšenia úrokových sadzieb v eurozóne, ale následne prudkého posilnenia doláru, pretože úrokové sadzby kvôli rastúcim inflačným tlakom vzrástli aj v USA. Na vývoj Portfólií od Portu tak výmenný kurz výrazný dopad nemal.

Portfóliá od Portu v roku 2026



■ 3Q 2026 ■ 2026 (YTD k 30. 9. 2026)

Graf: Portu, zdroj: Bloomberg

*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.

Blížky východ znovu zdražil ropu

Druhý štvrťrok končil nádejou na lacnejšiu ropu. Memorandum medzi USA a Iránom z polovice júna otvorilo Hormuzský prieliv a ropa Brent klesla pod 75 dolárov za barel. Už na začiatku júla ale Irán zaútočil na lode v prielive, USA odpovedali údermi a Trump dohodu vyhlásil za mŕtvu. Prevádzka v prielive, ktorým pred vojnou preplávalo cez sto obchodných lodí denne, zostala aj naďalej výrazne obmedzená – od marca ich denne preplávajú len jednotky.

Ropa Brent tak vstupovala do štvrťroka okolo 73 dolárov a v druhej polovici júla sa vrátila nad 100 dolárov. Na začiatku augusta na chvíľu zlacnela pod 80 dolárov. V septembri ale prišla ďalšia eskalácia. Konkrétne 10. a 11. septembra, kedy drony zasiahli saudský ropovod East-West, ktorý Saudskej Arábii umožňuje prepravovať ropu k Červenému moru a odtiaľ ju vyvážať bez nutnosti preplávať Hormuzským prielivom. Ropovod bol do 22. septembra mimo prevádzky a štvrťrok Brent uzavrel tesne pod 100 dolármi, teda o zhruba 34 % vyššie ako na jeho začiatku. Od začiatku roka je ropa drahšia zhruba o 60 %.

Napriek obmedzeniam sa ale trhu podarilo časť výpadkov v dodávkach ropy kompenzovať. Vývoz ropy z Perzského zálivu bez Iránu sa v septembri vrátil na viac ako 80 % predvojnovú úroveň a Saudská Arábia ho oproti augustu zvýšila zo 4,2 na zhruba 6,6 milióna barelov denne. Ropa si našla iné cesty. Zhruba 40 % ropy z regiónu teraz odchádza mimo Hormuzského prielivu, pred vojnou to bolo len 17 %. Ďalšia časť sa prekladá z lode na loď v Ománskom zálive. Iránsky vývoz naopak klesol kvôli americkej blokáde prakticky na nulu.

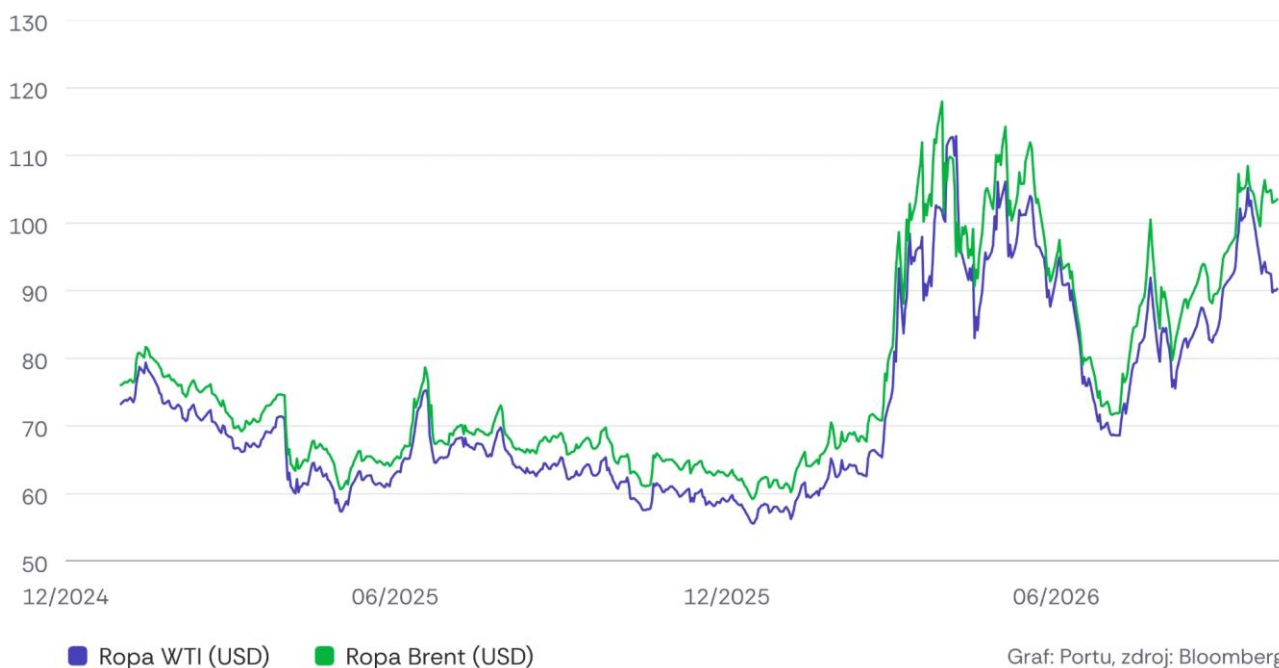
Ani čiastočné obnovenie dodávok ropy ale neznamenalo, že bol vyriešený problém s nedostatkom palív. Úzkym hrdlom sa stali rafinérie, ktoré ropu spracovávajú na naftu, benzín a ďalšie produkty. Vývoz palív z Perzského zálivu dosahoval len asi 60 % predvojnovú úroveň kvôli obmedzeným možnostiam prepravy aj výpadkom rafinérskych

prevádzok. Situáciu ďalej zhoršovali útoky ukrajinských dronov na ruské rafinérie, ktoré tento rok zasiahli najmenej 70-krát. Rusko v reakcii na narušenie domácej výroby obmedzilo vývoz nafty.

Obmedzená ponuka palív sa najvýraznejšie prejavila na cene nafty, ktorá zdražovala rýchlejšie ako samotná ropa. Takzvaný crack spread, teda rozdiel medzi cenou nafty a ropy, ukazuje približnú hrubú maržu rafinérií. V septembri vystúpil na rekordných približne 100 dolárov za barel, pretože nafty bol nedostatok a kupci boli ochotní za ňu platiť výrazne viac. Nafta preto zdražela oveľa viac ako benzín, a najviac to pocítila Európa, ktorá naftu dováža.

Drahá ropa sa prepísala do cien pohonných hmôt aj inflačných očakávaní. Pre akcie energetických firiem to bola dobrá správa, pre zvyšok ekonomiky naopak záťaž. Vyššie ceny ropy predstavujú väčší problém najmä pre Európu a Áziu, ktoré sú od dovozu ropy závislé. Americká ekonomika sa ukázala ako prekvapivo odolná. Podľa poslednej revízie rástla v druhom štvrťroku v ročnom prepočte o 2,2 %, teda o 0,7 percentuálneho bodu rýchlejšie, než ukazoval odhad, a nadviazala tak na rast o 2,5 % v prvom štvrťroku. Ťahúňom boli hlavne investície firiem, predovšetkým výstavba dátových centier, spotreba domácností a vládne výdavky.

Vývoj cien termínovaných kontraktov ropy WTI a Brent



Graf: Portu, zdroj: Bloomberg

Centrálne banky šliapli na brzdu

Drahsia ropa, silná ekonomika a obavy z inflácie dali Fedu dôvod zvýšiť sadzby. Americká inflácia síce z májových 4,2 % klesla, v júli aj auguste sa ale stále držala nad 3 %, teda vysoko nad 2 % inflačným cieľom centrálnej banky. Ďalšie zdražovanie ropy navyše zvyšovalo riziko, že sa vyššie náklady prelejú aj do ďalších cien a miezd, a inflácia tak zostane zvýšená po dlhšiu dobu.

Fed preto 16. septembra zvýšil sadzby o 0,25 percentuálneho bodu do pásma 3,75 – 4,00 %. Išlo o prvé zvýšenie od júla 2023 a centrálni bankári zaň hlasovali jednomyselne. Rozhodnutie zvýšiť sadzby má aj politický rozmer. Šéf Fedu Kevin Warsh zdvihol sadzby necelé dva mesiace pred voľbami do Kongresu, hoci ich prezident Trump chce vidieť výrazne nižšie. Rozhodnutie zvýšiť úroky napriek tlaku prezidenta Trumpa je kľúčovým signálom, že si Fed pod novým vedením zachová nezávislosť. Zvyšovanie sadzieb ale najskôr nekončí. Investori počítajú s ešte jedným zvýšením o štvrt percentuálneho bodu do konca roka, a to najskôr v decembri. Náš odhad sa s touto predikciou zhoduje.

Európska centrálna banka v septembri zvýšila sadzby tento rok druhýkrát a depozitná sadzba je teraz 2,50 %. Inflácia v eurozóne v auguste vzrástla na 3,2 %, a podľa predbežného odhadu v septembri ďalej zrýchlila na 3,8 %, čo je najvyššia hodnota od septembra 2023. Európa je na drahšiu energiu citlivejšia ako USA, a ECB preto uprednostňuje boj s infláciou pred podporou rastu ekonomiky. Najväčšiu obavu má z toho, že sa drahé energie prelejú ďalej do ekonomiky a povedú okrem iného k tlaku na rast miezd.

Česká národná banka nechala v auguste aj septembri sadzby na 3,75 %. Česká inflácia sa v auguste držala na 1,9 %, teda tesne pod inflačným cieľom. Jadrová inflácia, ktorá nezahŕňa ceny potravín a pohonných hmôt, je ale 3 %. Pretrvávajúce domáce inflačné riziká, najmä rastúce mzdy a expanzívna fiškálna politika, preto môžu viesť ČNB k opatrnejšiemu prístupu a k úvahám o ďalšom zvýšení sadzieb. Predpokladáme, že by k ich zvýšeniu o štvrt percentuálneho bodu mohlo dôjsť už v novembri.

Dlhopisy pod tlakom vyšších sadzieb

Výnos desaťročného amerického štátneho dlhopisu vzrástol zo 4,47 % na konci júna na 5,29 % na konci septembra, a je tak najvyššie od roku 2007. Ide pritom o jeden z najdôležitejších ukazovateľov na svetových finančných trhoch. Ovplyvňuje úročenie hypoték aj firemných úverov a predstavuje dôležitú mierku pri oceňovaní ďalších investícií, vrátane akcií. Jeho výnos navyše odráža nielen aktuálne sadzby Fedu, ale aj to, akú infláciu a zadlženie trh čaká v nasledujúcich rokoch.

Výnos tridsaťročného dlhopisu sa zvýšil zo 4,97 % na 5,63 %. Popri inflácii a menovej politike Fedu za tým stoja aj obavy z ďalšieho rastu amerického štátneho dlhu. Ministerstvo financií síce zvýšilo spätné odkupy najdlhších a menej likvidných dlhopisov, trh to však upokojilo len krátkodobo. Ďalšiu neistotu pridal Trumpov sľub vyplatiť každému dospelému Američanovi 5 000 dolárov, pokiaľ republikáni vo voľbách udržia obe komory Kongresu. Takýto krok by stál zhruba 1,2 bilióna dolárov.

Podobný vývoj bol viditeľný aj v Európe. Výnos desaťročného nemeckého dlhopisu vzrástol počas štvrtroka z 2,86 % na 3,58 %. Najviac ale bolo pod tlakom Francúzska. Tá si na desať rokov požičiava za 4,84 %, čo je drahšie ako Taliansko a o 1,27 percentuálneho bodu drahšie ako Nemecko. Rozdiel vo výnosoch ukazuje, že investori vnímajú francúzske dlhopisy rizikovejšie ako nemecké, okrem iného kvôli neistote okolo francúzskych verejných financií a politického vývoja. Taký veľký rozdiel medzi Francúzskom a Nemeckom nebol od roku 2012, kedy vrcholila dlhová kríza eurozóny. Zhoršená nálada sa preliala aj do Talianska, kde výnosy desaťročných dlhopisov za tri mesiace vzrástli zhruba o percentuálny bod. Nemecké dlhopisy, ktoré investori považujú za bezpečnejšie, na samom konci septembra naopak mierne vzrástli na cene.

Rast výnosov bol pre portfóliá s dlhopisovou zložkou najvýraznejším negatívnym vplyvom štvrťroka. Dlhodobé americké štátne dlhopisy, ktoré držia rizikové profily portfólií 6–9, stratili 8,5 % a európske firemné dlhopisy, zahrnuté v portfóliách s rizikovými profilmi 1–6, stratili 2,6 %. Má to ale aj druhú stranu. Americké štátne dlhopisy dnes nesú najvyššie výnosy za takmer dve dekády. Dlhopisové ETF postupne obmieňajú svoje portfólio a môžu tak využívať vyššie výnosy novo nakupovaných dlhopisov. To môže v ďalších rokoch podporiť ich celkové zhodnotenie. Pokiaľ by ale trhové sadzby ďalej rýchlo rástli, ceny dlhodobých dlhopisov by zostali pod tlakom.

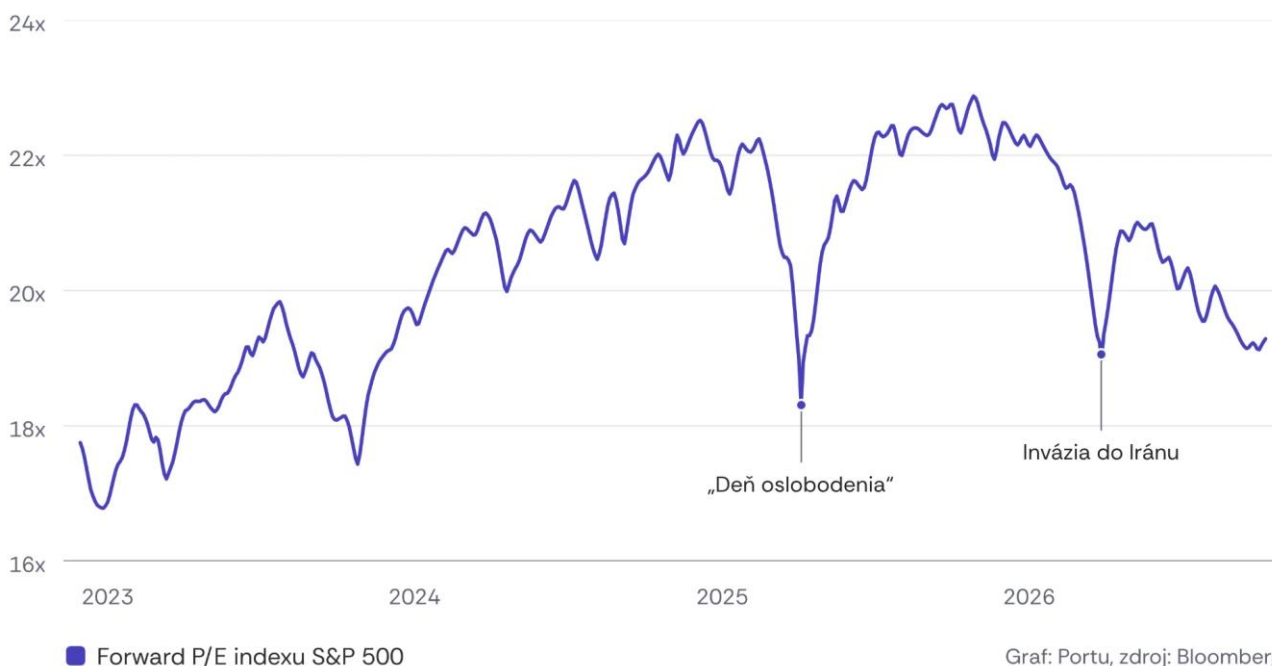
Krátkodobé americké dlhopisy, ktoré tvoria časť konzervatívnych profilov 1–3, vo štvrťroku zarobili. Pomohlo aj zlato, zahrnuté v portfóliách 1–6, keď ukázalo svoju rolu v diverzifikácii. Vo štvrťroku, kedy dlhopisy výrazne zlacneli, skončilo v pluse.

Zisky firiem držia akcie nad vodou

Napriek pretrvávajúcemu geopolitickému napätiu, zvýšeným cenám ropy, inflačným tlakom a rastu dlhopisových výnosov sú akciové trhy odolné. Dôvodom je silný rast korporátnych ziskov, čo potvrdila výsledková sezóna za druhý štvrťrok. Zisky firiem z indexu S&P 500 vzrástli medziročne o zhruba 50 %. Číslo síce nafúkli jednorazové zisky Alphabetu a Amazonu z precenenia podielov v iných firmách, aj bez nich ale zisky medziročne vzrástli o 32 %, čo je stále mimoriadne. Odhady prekonal 86 % firiem, výrazne viac, než je päťročný priemer 78 %, a zisky rástli dvojciferným tempom už siedmy štvrťrok v rade.

Index S&P 500 tak dosiahol nový rekord a štvrťrok uzavrel takmer 12 % vyššie od začiatku roka. Pomer ceny k očakávaným ziskom sa drží okolo 19, teda mierne pod päťročným priemerom 19,8. Rast očakávaných firemných ziskov tak pomáha držať ocenenie akcií na uzde, hoci ich ceny tento rok výrazne vzrástli.

Forward P/E indexu S&P 500 kleslo z 23 na 19



Pod povrchom ale boli sektory, u ktorých prišlo ochladenie. Akcie výrobcov čipov a pamätí boli hviezdami jari, počas júla a augusta ale prudko klesli. Investori začali pochybovať, či rekordné marže vydržia, a trh znervóznil aj pokroky čínskych výrobcov čipov. Najviac to bolo vidieť v Južnej Kórei, kde veľmi koncentrovaný index KOSPI stratil za štvrtrok vyše 19 %.

Nových maxím sa v auguste vďaka rastu firemných ziskov dočkali aj európske akcie, a to predovšetkým u energetických firiem. Septembrový rast sadzieb a obavy o francúzsky rozpočet ich ale do konca septembra stiahli späť.

Výhľad na zvyšok roka

Ropa zostane hlavným zdrojom neistoty aj v poslednom štvrtroku. Surovej ropy je na trhu postupne viac, ceny ale bude ďalej držať vysoko silný globálny dopyt a nedostatok spracovateľských kapacít. Ak by sa podarilo obnoviť voľnú plavbu Hormuzským prielivom, ropa by mohla zlacniť, podobne ako na jar. Pri novom vyostrení konfliktu by naopak hrozil ďalší rast cien. Drahšie energie navyše predstavujú inflačné riziko pre budúci rok, keď dodávatelia v Európe premietnu vyššie náklady do cien pre domácnosti a firmy.

Do konca roka máme v kalendári niekoľko dôležitých udalostí. Fed a ECB rozhodujú o sadzbách v októbri a v decembri, ČNB v novembri a decembri, 3. novembra sa navyše v USA volí do Kongresu. Na zasadnutiach centrálnych bánk sa ukáže, či už je zvyšovanie sadzieb na konci, alebo či budú kvôli inflácii musieť pritlačiť ešte viac. Ak by centrálné banky naznačili prísnejšiu menovú politiku, než trhy očakávajú, mohli by ďalej rásť výnosy dlhopisov. Ďalší vývoj francúzskych dlhopisov bude závisieť hlavne od toho, či vláda presvedčí investorov, že dokáže stabilizovať verejné financie. Keby výpredaj pokračoval, stal by sa rizikom pre európske dlhopisy, akcie aj euro.

Oporou trhov zostávajú firemné zisky. Výsledková sezóna za tretí štvrtrok by mala byť opäť mimoriadne silná. Analytici čakajú medzироčný rast ziskov firiem z indexu S&P 500 o takmer 30 %, čo by bolo už tretí štvrtrok v rade s rastom nad 25 %. Neobvyklé je, že svoje odhady počas štvrtroka o 1,4 % zvýšili, zatiaľ čo v posledných rokoch ich počas štvrtroka väčšinou znižovali.

Zisky energetických firiem z indexu S&P 500 by sa vďaka drahej rope mali viac ako zdvojnásobiť, u technologických firiem sa čaká rast o 65 % a u firiem z oblasti komunikačných služieb o 51,5 %. V Európe stojí rast ziskov z veľkej časti na energetike. Zisky firiem z európskeho indexu STOXX 600 by mali medzироčne vzrásť o 21 %, bez energetických firiem ale len o necelých 10 %. Ak sa odhady potvrdia, silný rast ziskov podporí súčasné ocenenie akcií. Riziko vidíme hlavne v tom, že by ostatné firmy začali drahú energiu a drahšie úvery pociťovať vo svojich maržiach.

Ponaučenie je rovnaké ako minule a tento štvrtrok ho dobre ilustruje. Víťazi na trhoch sa rýchlo striedajú. Kto na jar stavil všetko na čipy, ktoré boli v móde, a v lete ich včas nepredal, prišiel o veľkú časť ziskov. Správne odhadnúť, ktorý sektor porastie a kedy je vhodné nakúpiť alebo predať, je mimoriadne ťažké aj pre profesionálnych investorov. Práve preto dáva dlhodobu zmysel nespoliehať sa na jediný sektor alebo aktuálny trhový trend.

Zhodnotenie a zmeny v investičnej stratégii

V treťom štvrtroku sme žiadne zmeny v Portfóliách od Portu nevykonali. Investičná komisia priebežne analyzuje vývoj trhov a vyhodnocuje jeho dopady na portfóliá. Súčasnú nastavenie vychádza z nášho dlhodobého investičného výhľadu, zároveň ale vidíme priestor na úpravy. Pri ich posudzovaní zohľadňujeme nielen situáciu v ekonomike, ale predovšetkým štrukturálne zmeny a trendy, ktoré podľa nás budú určovať vývoj trhov. Dôležitý je pre nás tiež očakávaný prínos jednotlivých zmien a ich načasovanie.

V akciovej zložke vidíme priestor na posilnenie zastúpenia amerických akcií. Americké spoločnosti dlhodobo vykazujú rýchlejší rast ziskov ako firmy v iných regiónoch. Zisk na akciu indexu S&P 500 v uplynulých dvoch štvrtrokoch medziročne vzrástol vždy o viac ako 25 % a dvojciferným tempom rastie už sedem štvrtrokov v rade. Pre tretí štvrtrok analytici očakávajú rast o 29,6 %, čo by znamenalo tretí štvrtrok v rade s rastom presahujúcim 25 %. Vyššie tempo rastu ziskov by sa malo udržať vďaka rozvoju nových technológií, v ktorých majú Spojené štáty vedúce postavenie. Americká ekonomika má navyše výraznú výhodu v nižšej citlivosti na energetické šoky ako ekonomiky Európy či Ázie.

Zároveň považujeme za dôležité zachovať diverzifikačnú úlohu Európy a rozvojových trhov pre prípad, že by sa americkým akciám prestalo dariť. Potenciál vidíme najmä na rozvojových trhoch, ktoré by vďaka rastúcemu zapojeniu do technologických dodávateľských reťazcov mohli z rozvoja nových technológií ťažiť viac ako v minulosti.

Priestor na úpravu vidíme aj v zastúpení akcií malých a stredných spoločností, ktorých podiel by sme mohli znížiť. Tie bývajú viac závislé na úverovom financovaní, a preto ich prostredie vyšších úrokových sadzieb často zasahuje silnejšie ako veľké firmy. Ich výkonnosť však ovplyvňujú aj ďalšie faktory, napríklad zadlženie alebo schopnosť prenášať vyššie náklady na zákazníkov. To, ako je tento segment citlivý na trhové podmienky, ukázalo aj uplynulý štvrtrok. Americký index malých firiem Russell 2000 od 30. júna do 30. septembra stratil 7,5 %, zatiaľ čo index veľkých firiem S&P 500 v rovnakom období rástol.

Pri dlhopisovej zložke naďalej považujeme za vhodné vyvážené zastúpenie firemných a štátnych dlhopisov. Pri firemných dlhopisoch kladieme dôraz predovšetkým na emitentov s investičným ratingom z vyspelých ekonomík. Pri štátnych dlhopisoch sledujeme predovšetkým vývoj výnosov a úrokového rizika pri jednotlivých splatnostiach. Priestor na úpravu u firemných aj štátnych dlhopisov vidíme v znížení zastúpenia dlhopisov s najdlhšou splatnosťou v prospech kratších, ktoré stále ponúkajú zaujímavé výnosy, ale sú menej citlivé na zmeny úrokových sadzieb. To je podľa nás kľúčové v súčasnom prostredí, keď prevažujú riziká vyššej inflácie, a teda aj vyšších úrokových sadzieb.

Sme presvedčení, že ekonomické a trhové prostredie nasledujúcich rokov sa bude výrazne líšiť od obdobia medzi globálnou finančnou krízou a pandémiou. Tento vývoj priebežne premietame do nášho investičného výhľadu. K zmenám v portfóliách pristupujeme uvážlivo a iba vtedy, ak ich očakávaný prínos z hľadiska výkonnosti, riadenia rizika či diverzifikácie preváži nad súvisiacimi nákladmi. Priebežná analýza nám umožňuje byť pripravení reagovať vo chvíli, keď pre konkrétne úpravy nastanú vhodné podmienky.



Radim Krejčí

CEO Portu

Radim Krejčí je zakladateľ a generálny riaditeľ Portu. Na finančných trhoch sa pohybuje viac ako 20 rokov, vďaka čomu získal bohaté skúsenosti nielen s oblasťou správy majetku. Je tiež členom investičnej komisie Portu, ktorá sa stará o zloženie riadených portfólií. Tá pravidelne monitoruje vývoj na trhoch a reviduje investičnú stratégiu.

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