ELITE WEALTH MANAGEMENT

# Drahé peniaze sa vrátili. Čo to znamená pre váš majetok?

## Investičný sprievodca
## Október 2026

Pripravil:
Dušan Šulov
špecialista na investovanie

specialistanainvestovanie.sk

Elite Wealth Management

# Obsah


01 Hodnota aktív - ako si viedli trhy

02 Férová hodnota - je trh drahý?

03 Index strachu a chamtivosti

04 Silná ekonomika, lepkavá inflácia, pokojné akcie

05 Centrálne banky otočili. Lacné peniaze sa nekonajú.

06 Kto v dvadsiatych rokoch skutočne zbohatol?

07 Kurz dolára: druhý motor vášho portfólia

08 Umelá inteligencia je všade. Okrem štatistík produktivity.

09 Ropa a úzke hrdlá - prečo je tento šok iný

10 „Bezpečné“ dlhopisy −4 %, komodity +16 %. Prečo?

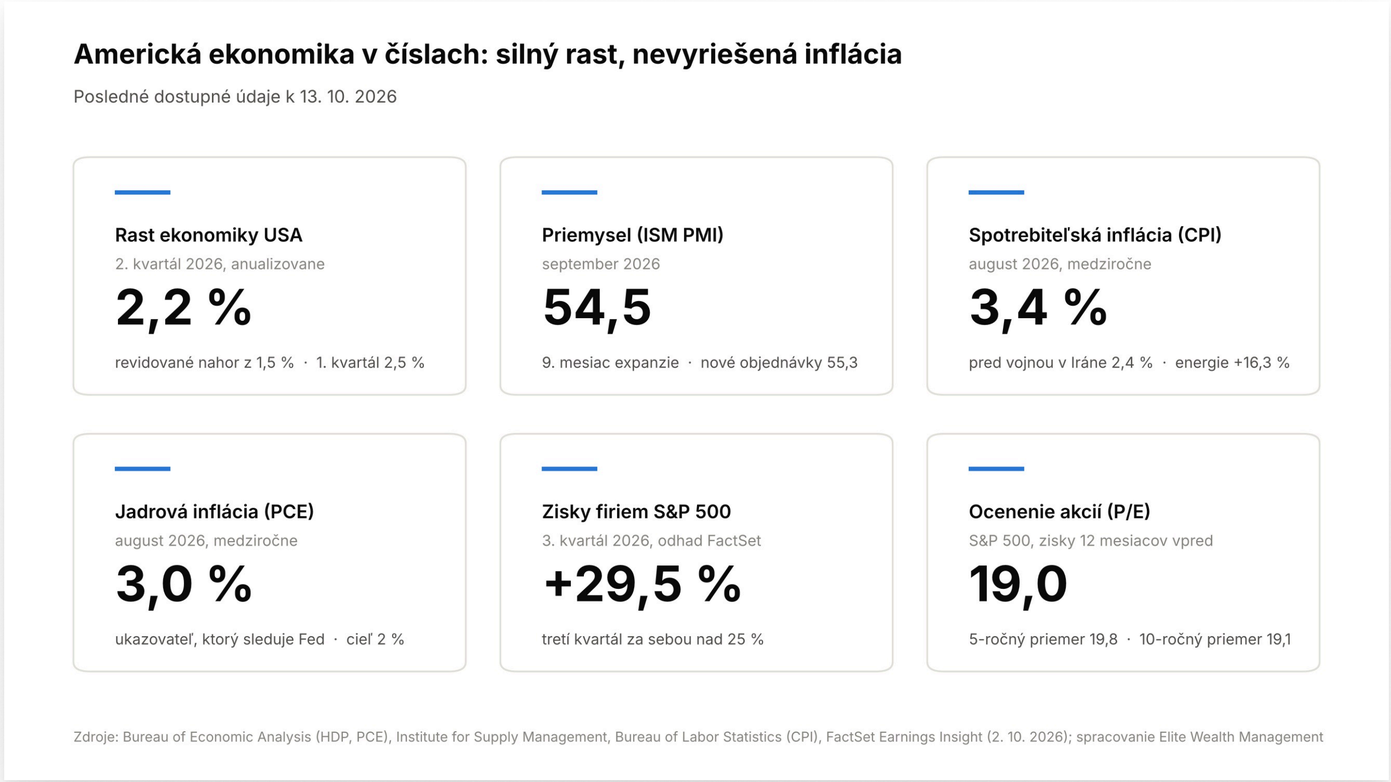
INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Silná ekonomika, lepkavá inflácia, pokojné akcie

Americké dáta zostávajú silné. Ekonomika rástla v druhom štvrťroku tempom 2,2 % (po revízii z 1,5 %), priemysel expanduje deviaty mesiac za sebou a firmy hlásia rast nových objednávok. Lenže **inflácia sa po ropnom šoku vrátila**:

- spotrebiteľské ceny vzrástli v auguste o 3,4 % medziročne, pred vojnou v Iráne to bolo 2,4 %.
- Jadrová inflácia, ktorú sleduje Fed, je na 3,0 %.
- Trh práce ochladzuje (29 000 nových miest v septembri), takže Fed so zvyšovaním nemusí ponáhľať - dôvod znižovať však nemá.

**Prekvapením je, čo na to akcie: nič.** Výnosy dlhopisov sú na maximách za vyše dvadsať rokov a index S&P 500 je tento rok v dvojcifernom pluse, na konci kvartála len 2 % pod maximom.




Zdroj: Bureau of Economic Analysis, Institute for Supply Management, Bureau of Labor Statistics, FactSet Earnings Insight

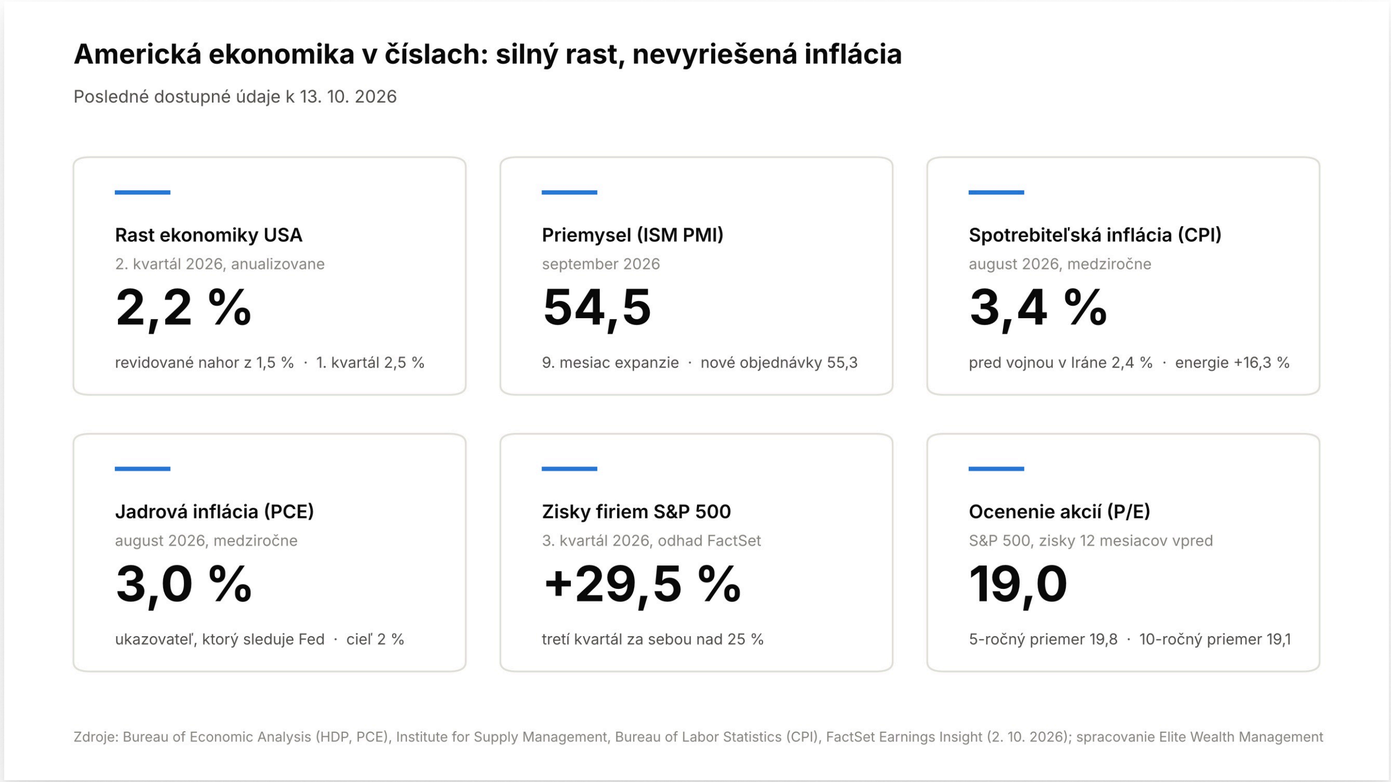
INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Silná ekonomika, lepkavá inflácia, pokojné akcie

Vyššie sadzby znižujú dnešnú hodnotu budúcich ziskov, to je učebnica. Rozhoduje však, prečo sadzby rastú. Keď rastú spolu s ekonomikou a ziskami, akcie to historicky zvládli: Ben Carlson spočítal, že zo 14 období, keď výnos desaťročného dlhopisu stúpol aspoň o percentuálny bod, skončil akciový trh v 12 prípadoch v pluse.

Presne to sa deje aj teraz. Zisky firiem z indexu S&P 500 majú za tretí kvartál vzrásť o 29,5 %, tretí kvartál za sebou nad 25 %. Ceny akcií rastú, ale ocenenie klesá: za dolár budúcich ziskov sa dnes platí 19 dolárov, menej než je päťročný priemer.

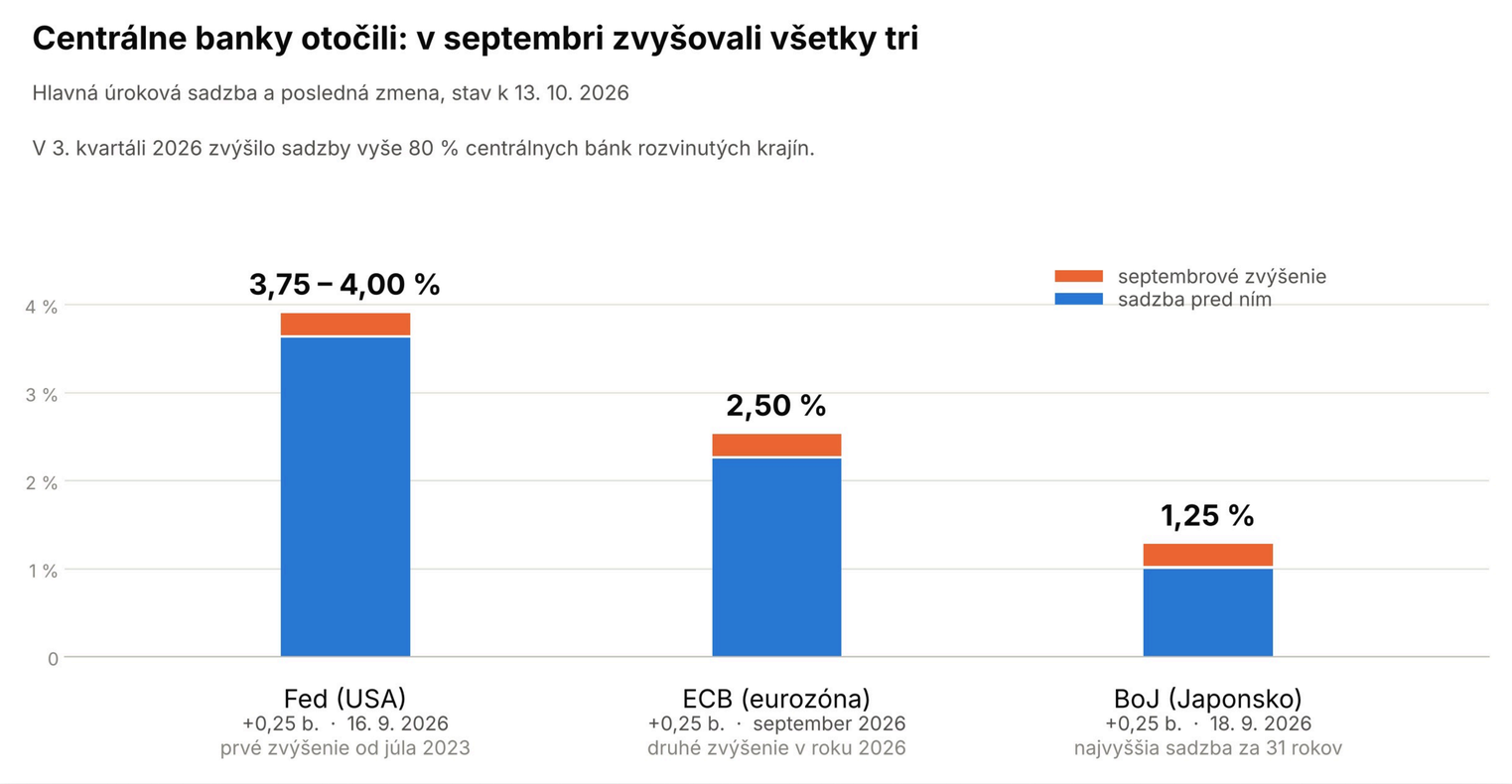
Rozhodujúca nie je úroveň sadzieb, ale moment, keď by drahé peniaze začali brzdiť ekonomiku alebo keby inflácia zostala vysoko. Dáta to zatiaľ nepotvrdzujú. Preto **sledujeme zisky firiem a trh práce, nie titulky o sadzbách.**




Zdroj: Bureau of Economic Analysis, Institute for Supply Management, Bureau of Labor Statistics, FactSet Earnings Insight

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Centrálne banky otočili. Lacné peniaze sa nekonajú.



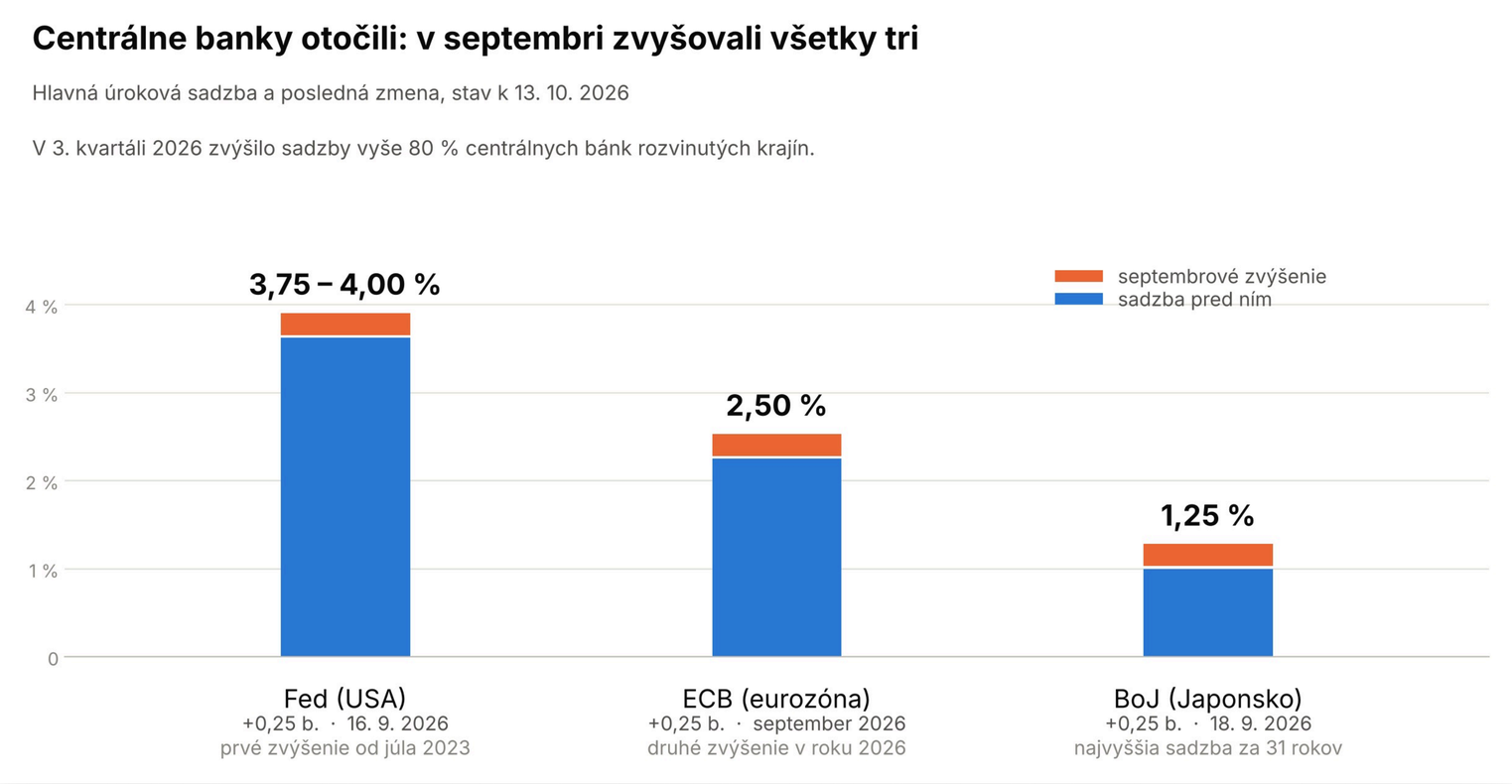

Zdroj: Federal Reserve, Európska centrálna banka, Bank of Japan

Fed zvýšil 16. septembra sadzby o štvrť percentuálneho bodu, **do pásma 3,75 – 4,00 %**. Je to prvé zvýšenie od júla 2023; medzitým sadzby šesťkrát znížil, spolu o 1,75 bodu, a ešte v januári počítal s ďalším miernym poklesom. Smer otočila pretrvávajúca inflácia a drahšia ropa. Rozhodnutie bolo jednomyseľné - napriek tlaku Bieleho domu na výrazne nižšie sadzby. Väčšina členov výboru čaká do konca roka ešte aspoň jedno zvýšenie a ich stredný výhľad nepočíta s poklesom sadzieb ani v roku 2027.

Nie je to americká výnimka. ECB zvýšila sadzby v júni a v septembri, depozitná sadzba je na 2,50 %. Japonská centrálna banka zdvihla sadzbu na 1,25 %, najvyššie za 31 rokov. V treťom štvrťroku zvýšilo sadzby vyše 80 % centrálnych bánk rozvinutých krajín. **Očakávanie zo začiatku roka - sadzby pôjdu dole - vystriedal jeho opak.**

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Centrálne banky otočili. Lacné peniaze sa nekonajú.



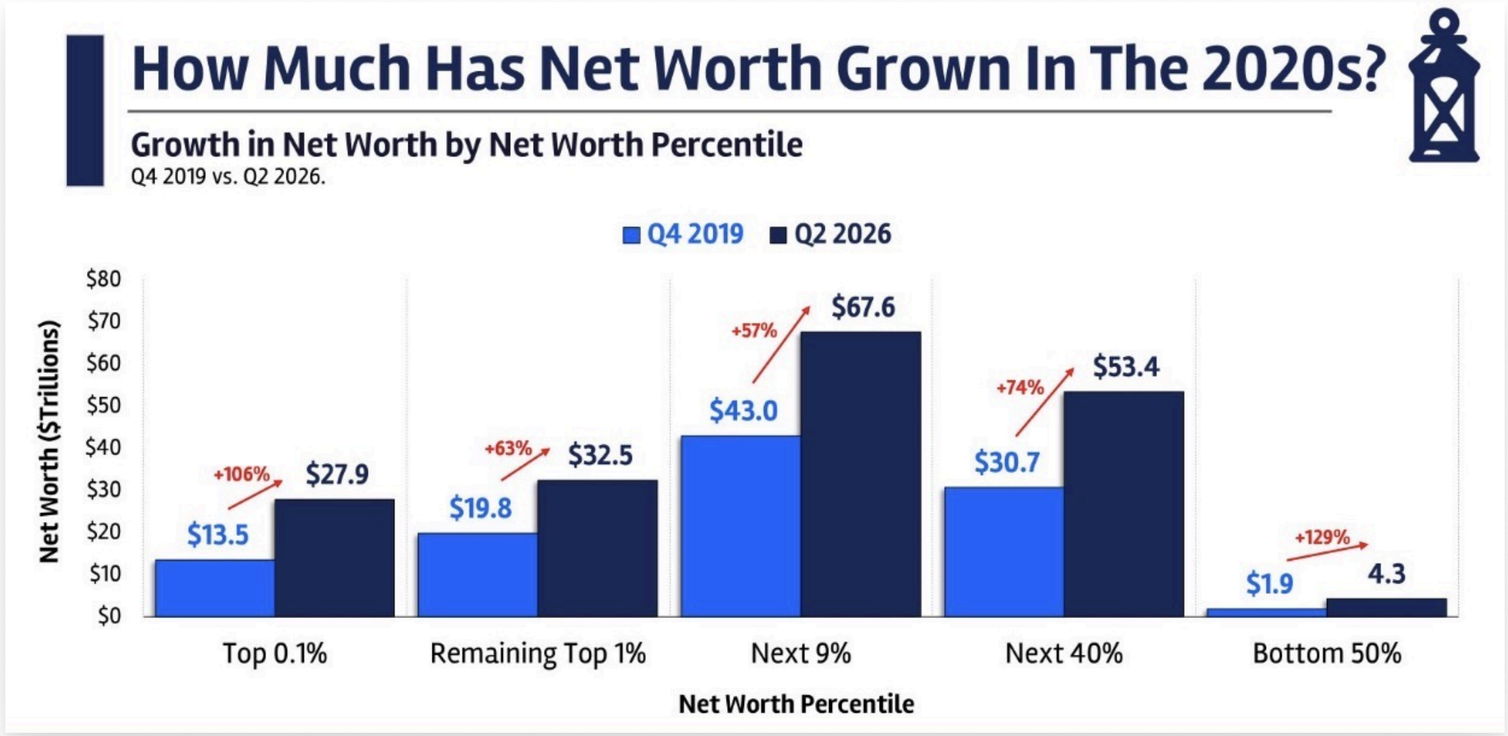

Zdroj: Federal Reserve, Európska centrálna banka, Bank of Japan

V apríli sme písali, že vidina lacnejších peňazí sa odsúva na neurčito. Dnes peniaze zdražujú. Pre portfólio to znamená, že scenár **„inflácia sa vracia a sadzby zostanú vyššie dlhšie“** nie je teória, ale základný stav, s ktorým počítame: v dĺžke splatnosti dlhopisov, v podiele reálnych aktív aj v tom, koľko hotovosti držíme. Pri financovaní podnikania či bývania platí to isté: **plánujte s dnešnými sadzbami, nie s nádejou, že klesnú.**

V portfóliách sa preto nemení nič, s týmto scenárom sme počítali. Zmeniť sa oplatí prístup k úverom: prepočítajte si ich na sadzby, aké sú, nie aké boli.

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Kto v dvadsiatych rokoch skutočne zbohatol?




Zdroj: Ritholtz Wealth Management, dáta Federal Reserve (Distributional Financial Accounts)

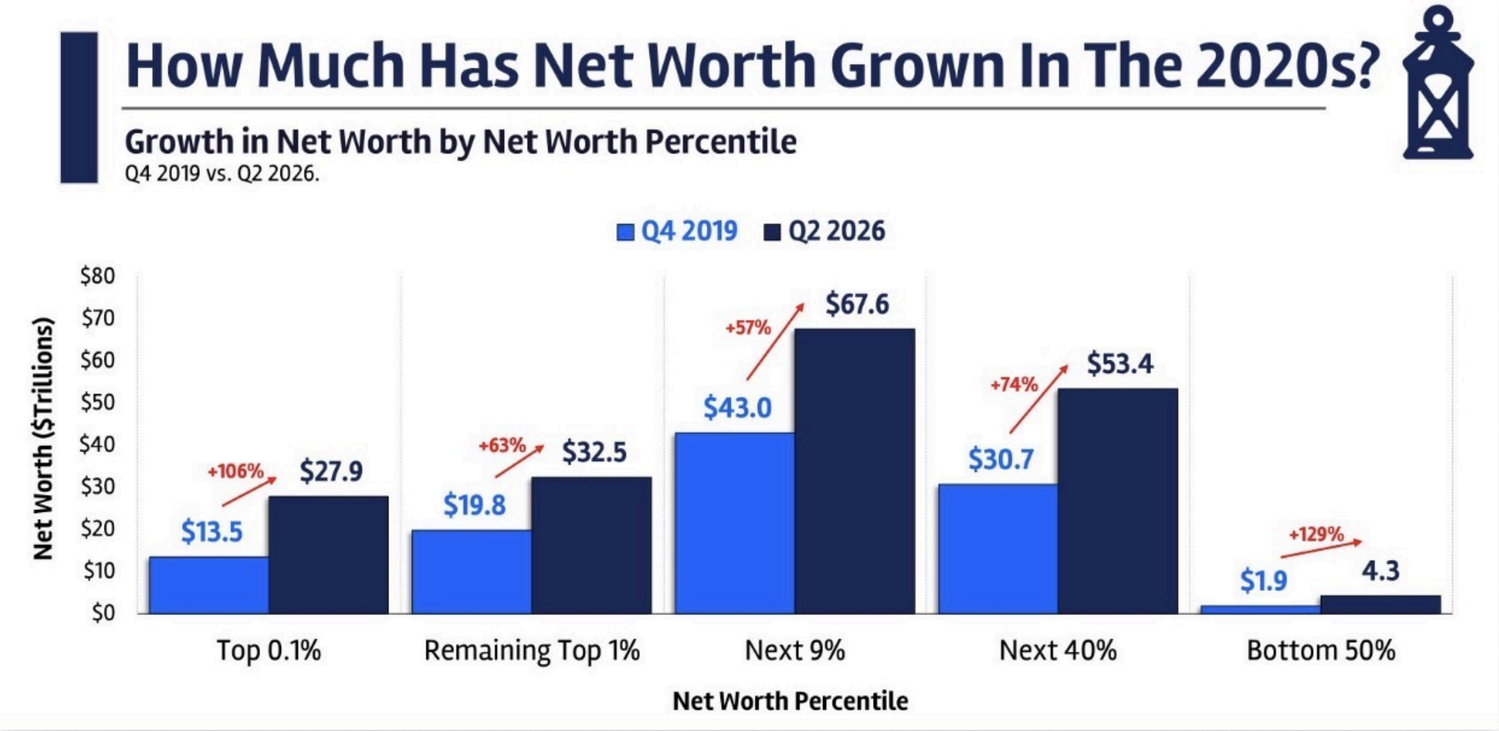
Od konca roka 2019 prešli trhy pandémiou, najvyššou infláciou za štyri desaťročia, najrýchlejším zvyšovaním sadzieb od 80. rokov a vojnami. Napriek tomu čistý majetok amerických domácností vzrástol zo 109 na 186 biliónov USD, teda **o viac než 70 %.**

Graf ukazuje, komu rast patril:

- Najbohatšia desatina percenta svoj majetok zdvojnásobila (+106 %) - jej bohatstvo tvoria predovšetkým akcie a firmy.
- Jedno percento najbohatších dnes vlastní 51 % všetkých amerických akcií.
- Spodná polovica rástla percentuálne ešte rýchlejšie (+129 %), no z nepatrného základu a vďaka cenám domov, nie investíciám: pripísala si 2,4 bilióna, kým 0,1 % najbohatších 14,4 bilióna.

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Kto v dvadsiatych rokoch skutočne zbohatol?




Zdroj: Ritholtz Wealth Management, dáta Federal Reserve (Distributional Financial Accounts)

Najpomalšie rástla vrstva medzi 90. a 99. percentilom - úspešní podnikatelia a profesionáli, profil najbližší našim klientom. Plus 57 % znamená po odpočítaní 30 % inflácie reálne len okolo 20 %. Ťažila menej z realitného boomu než stredná trieda s hypotékami a menej z akcií než špička.

Lekcia je jednoduchá.

**Majetok nerastie tým, ktorí správne predpovedajú krízy. Rastie tým, ktorí počas nich zostanú vlastníkmi produktívnych aktív.**

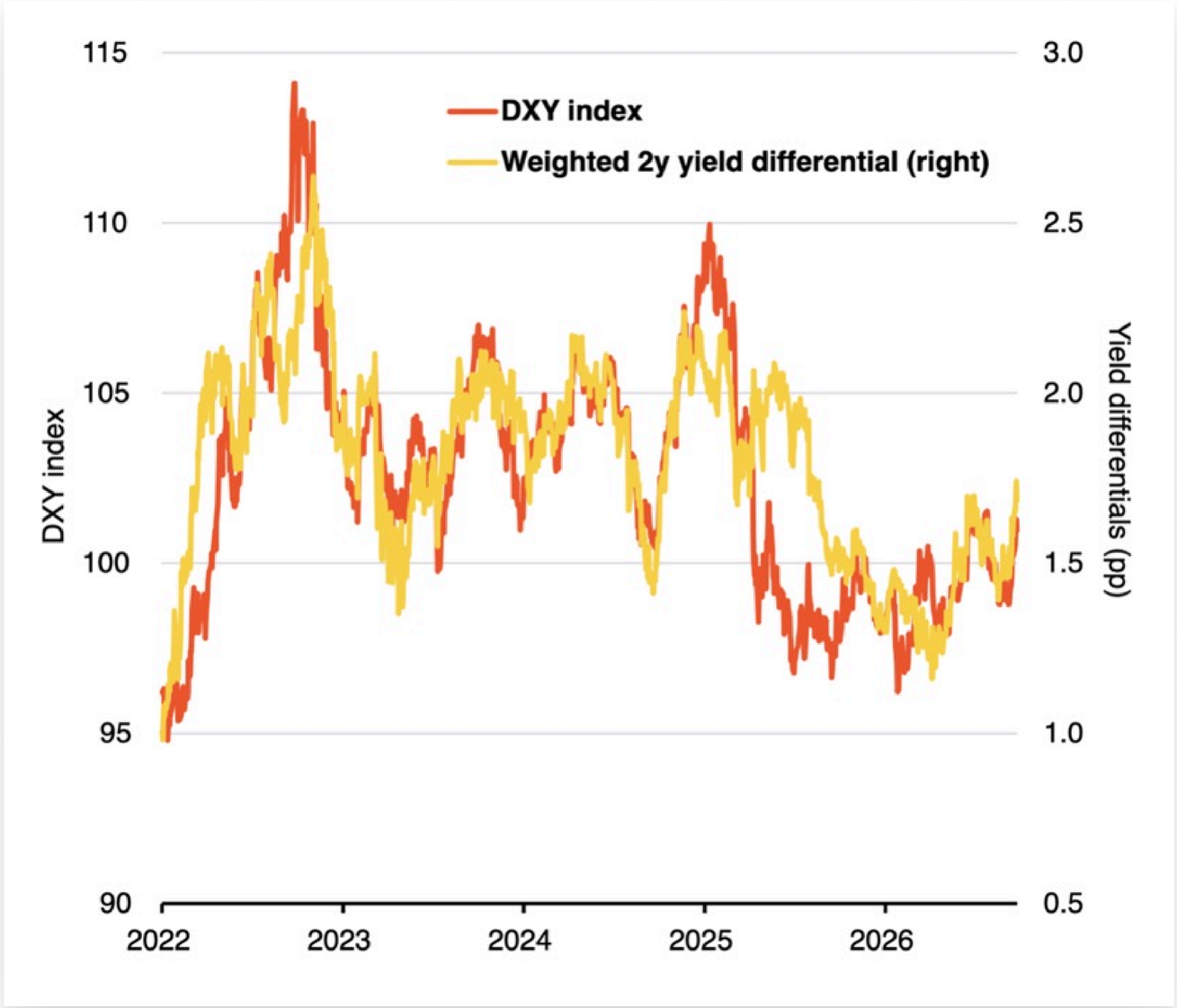
Kto šesť rokov čakal na bežnom účte na „lepší moment“, prišiel o takmer štvrtinu kúpnej sily.

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Kurz dolára: druhý motor vášho portfólia

Graf ukazuje, čím sa dolár v skutočnosti riadi: rozdielom úrokových sadzieb medzi USA a zvyškom sveta (žltá čiara). Keď Fed v roku 2022 zvyšoval sadzby rýchlejšie než ostatné veľké centrálne banky, dolár vystúpil na dvadsaťročné maximum.

Po clách z apríla 2025 a pochybnostiach o nezávislosti Fedu stratil vyše desatinu hodnoty; euro za rok 2025 posilnilo z 1,04 na 1,17. Tento rok sa príbeh otočil. Namiesto očakávaných dvoch znížení Fed v septembri sadzby zvýšil, prvýkrát od roku 2023, a dolár väčšinu strát zmazal. Euro sa začiatkom októbra obchodovalo okolo 1,12, najslabšie od mája 2025.




Zdroj: BlackRock Investment Institute, Bloomberg

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

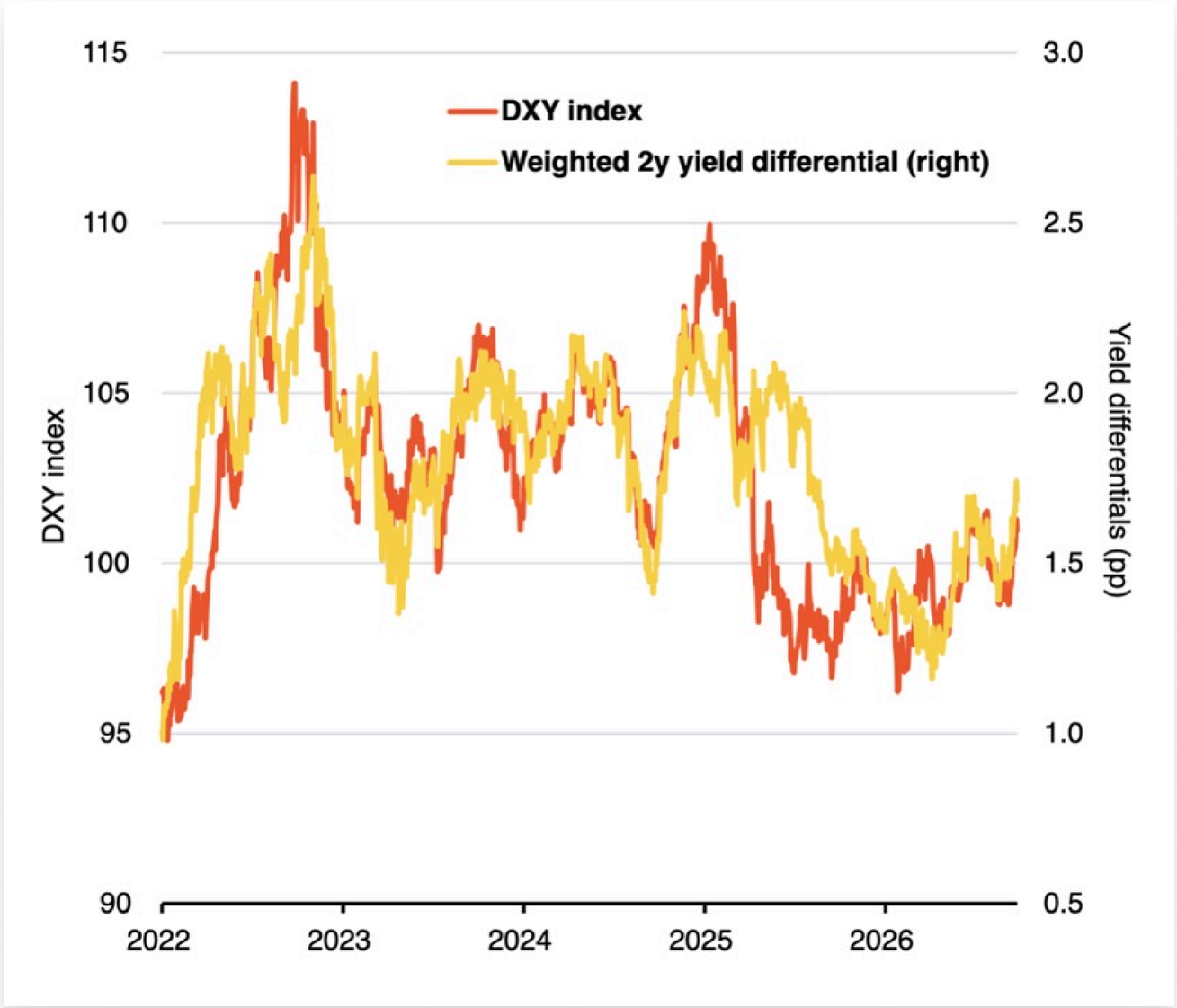
# Kurz dolára: druhý motor vášho portfólia

**Pre eurového investora je kurz druhý motor portfólia, ktorý nevie riadiť.**

Index S&P 500 vzrástol v roku 2025 o 16 % v dolároch; po prepočte do eur z toho zostali necelé 3 %. V roku 2022 to fungovalo naopak: dolár ako bezpečný prístav časť poklesu akcií vykompenzoval.

Zaistiť sa proti nemu by stálo približne rozdiel sadzieb, dnes 1,3 až 1,5 % ročne: istý náklad za neistý prínos. Preto to zámerne nerobíme. V máji sme písali, že banky predpovedajú oslabovanie dolára a realita môže byť iná. Bola.

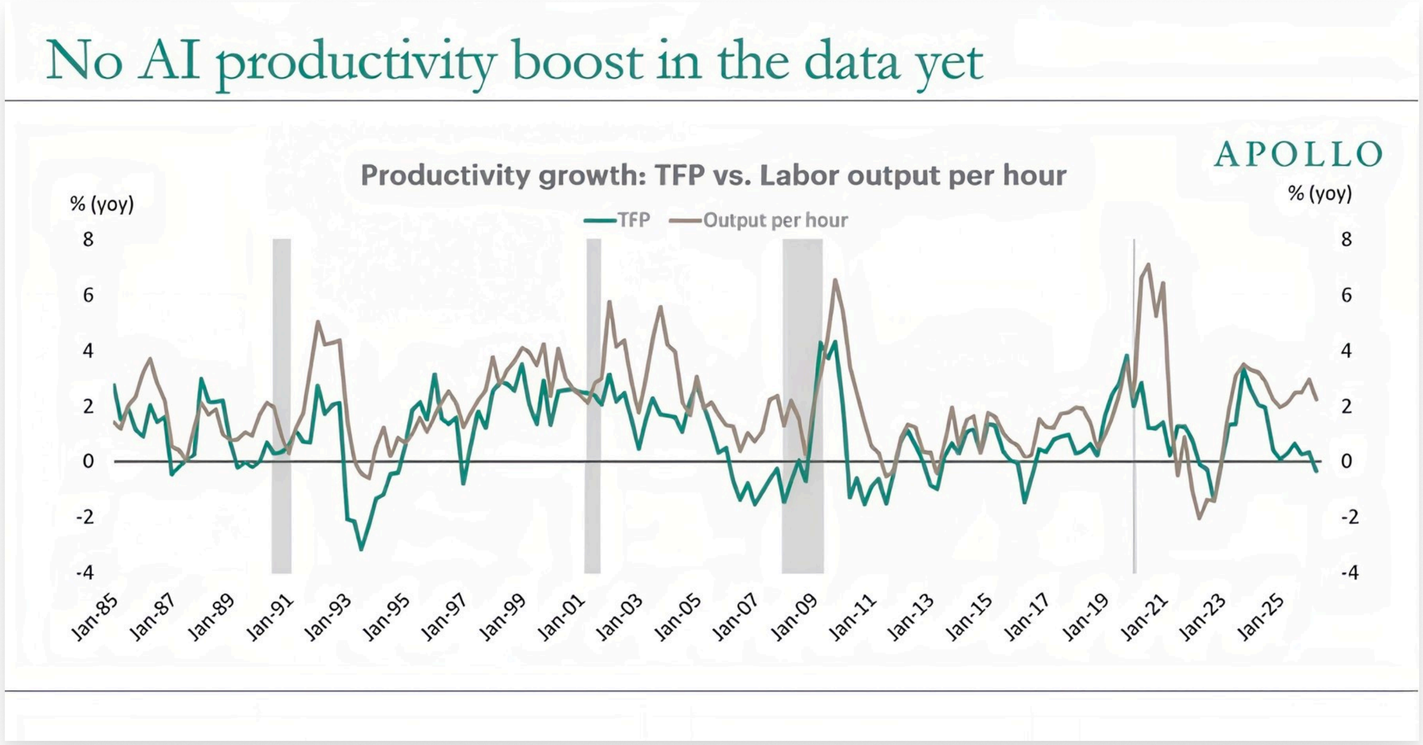
**Kurz nepredpovedáme** - držíme aktíva vo viacerých menách a jeho výkyvy berieme ako šum, nie ako signál.




Zdroj: BlackRock Investment Institute, Bloomberg

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Umelá inteligencia je všade. Okrem štatistík produktivity.




Zdroj: Apollo Academy, Federal Reserve Bank of San Francisco

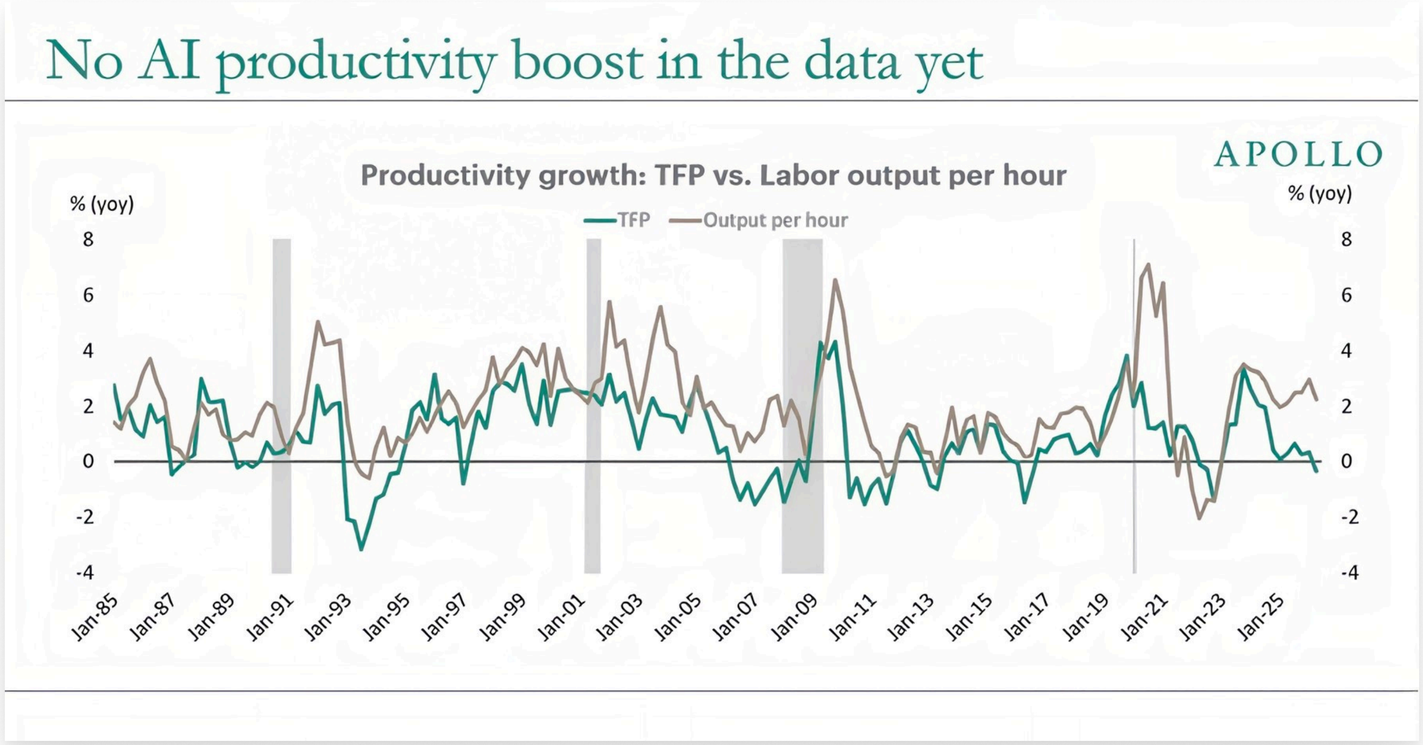
Nasdaq začiatkom októbra prekonal ostatné indexy šiesty týždeň za sebou a technologické firmy tvoria 43 % všetkých schválených odkupov akcií. Trh stavia na to, že umelá inteligencia prinesie skok v ziskoch aj v produktivite celej ekonomiky. Graf ukazuje, že druhá časť sa zatiaľ nedeje.

Produktivita práce v USA rastie slušne, 2,2 % medziročne. Lenže celková produktivita faktorov (zelená čiara), ktorá meria skutočný technologický pokrok - viac výstupu z rovnakého množstva práce a kapitálu - sa drží okolo nuly a od začiatku AI vlny nezrýchlila. Výstup na hodinu rastie, lebo firmy nakúpili obrovské množstvo kapitálu, nie preto, že by pracoval múdrejšie.

Ekonóm Robert Solow to v roku 1987 povedal o počítačoch: vidno ich všade, len nie v štatistikách produktivity. Elektrina aj internet potrebovali vyše desaťročia, kým sa v číslach prejavili.

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Umelá inteligencia je všade. Okrem štatistík produktivity.




Zdroj: Apollo Academy, Federal Reserve Bank of San Francisco

História pridáva druhú lekciu: technológia môže zmeniť svet a jej prví investori na tom nemusia zarobiť. Optické káble z bubliny roku 2000 slúžili ďalších dvadsať rokov; firmy, ktoré ich položili, skrachovali. Dnes sú AI modely zameniteľné, firmy prechádzajú k lacnejšiemu dodávateľovi zo dňa na deň a ceny padajú.

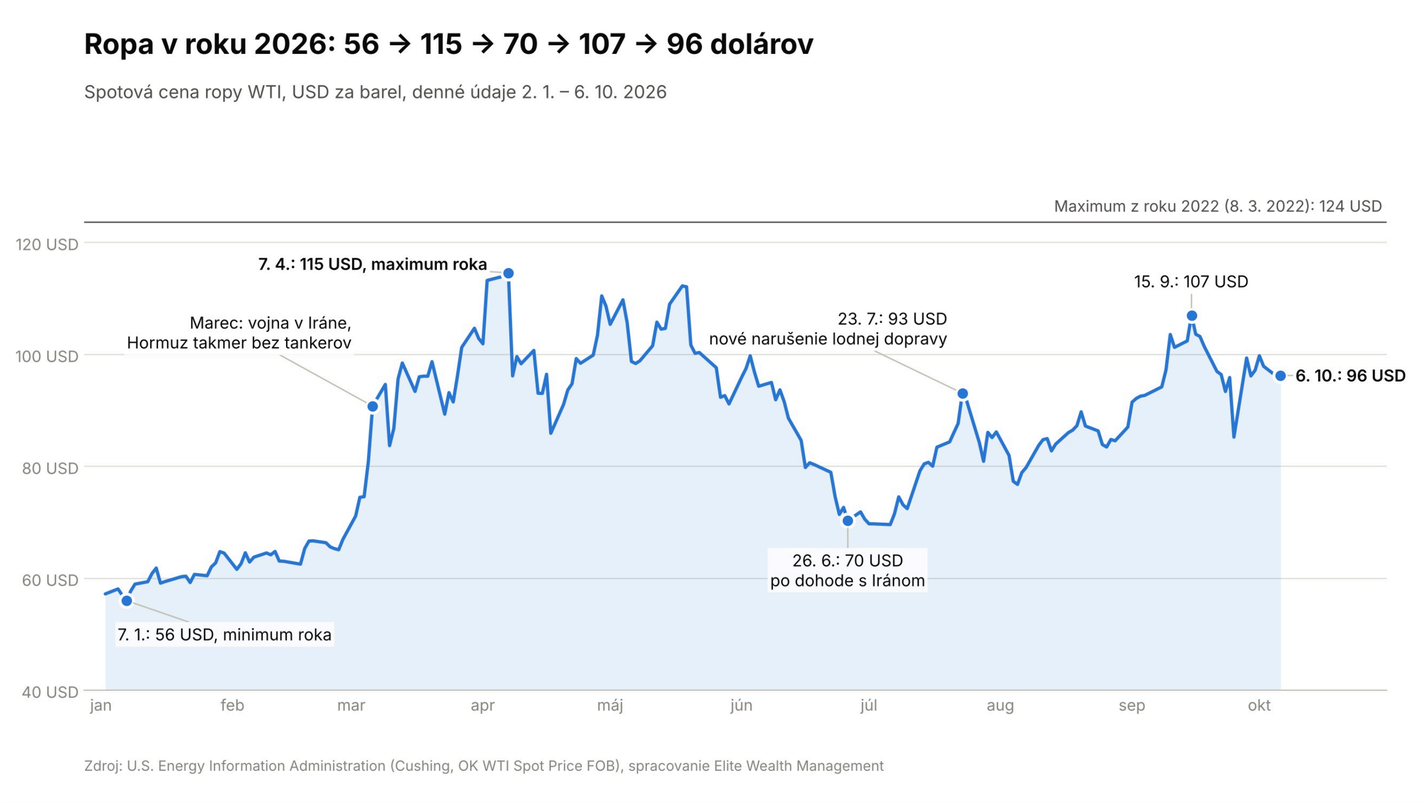
Nevyplýva z toho stávka proti umelej inteligencii, ale ani stávka na jedného víťaza.

**Diverzifikované portfólio vlastní víťaza vždy, nech ním bude ktokoľvek.**

Keď váha technológií prerastie plán, časť ziskov realizujeme - nie preto, že vieme, čo urobí trh, ale preto, že to nevie nikto.

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Ropa a úzke hrdlá - prečo je tento šok iný




Zdroj: U.S. Energy Information Administration (spotová cena WTI Cushing)

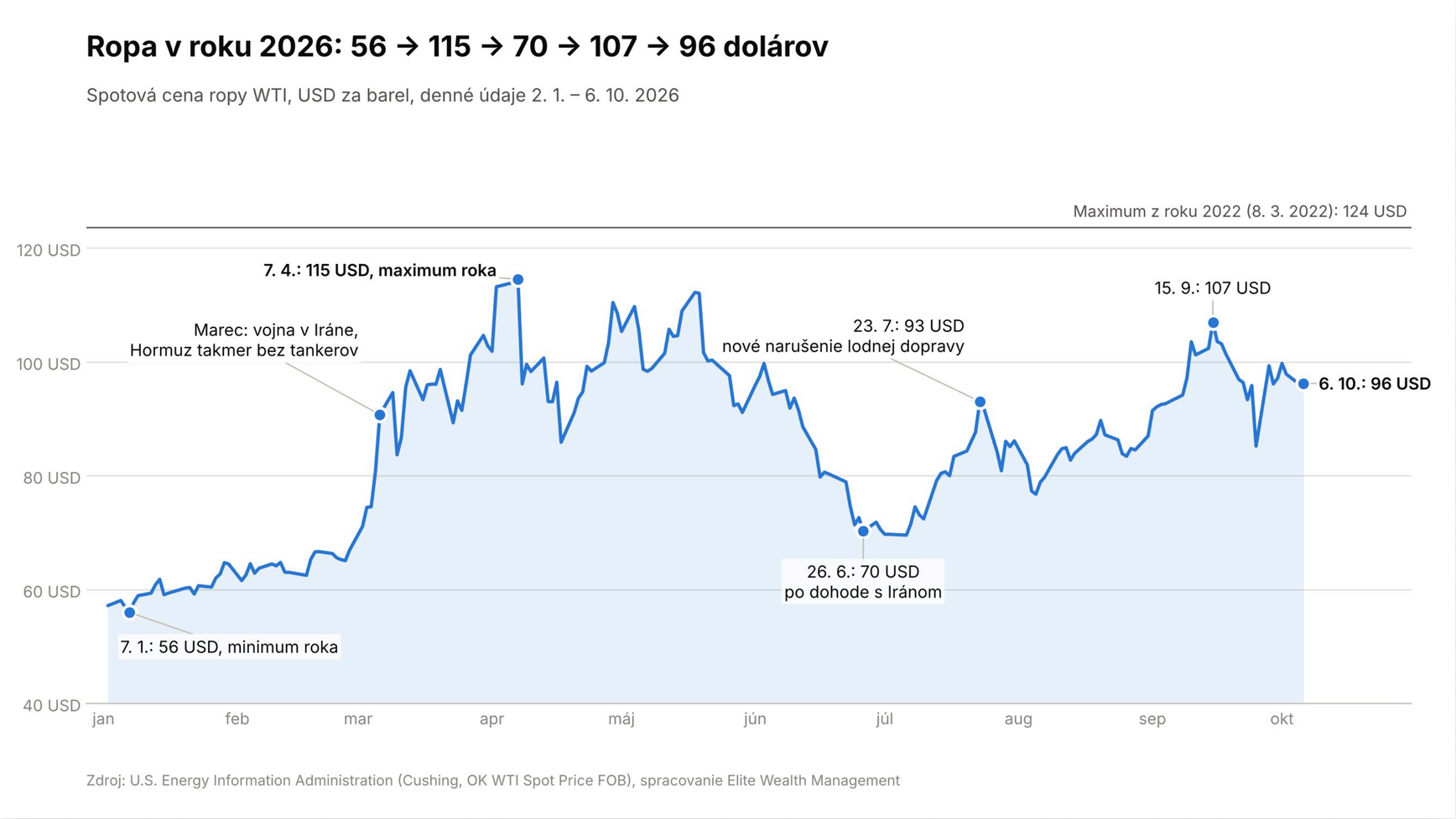
Ropa prešla tento rok cestou, akú nepamätajú ani veteráni trhu: **56 dolárov v januári, 115 v apríli, 70 v júni po dohode s Iránom, 107 v septembri po krachu rokovaní, 96 začiatkom októbra.** Dôvodom nie je nedostatok ropy vo svete, ale jedno úzke hrdlo.

Hormuzským prielivom prechádza približne pätina svetovej spotreby; v marci sa premávka tankerov takmer zastavila a v júli znova klesla na minimá. Námorná ropa Brent stála začiatkom októbra o takmer 30 dolárov viac než americká WTI - fyzický nedostatok má svoju cenu.

Spojené štáty zároveň prišli o svoju poistku. Strategické rezervy, z ktorých vláda v roku 2022 vypustila rekordných 180 miliónov barelov, čerpá tento rok znova - ďalších 172 miliónov a v auguste klesli pod 300 miliónov barelov, najnižšie od roku 1983. Vyčerpaná rezerva znamená menšiu schopnosť tlmiť ďalší šok. Zvyšok reťaze poznáte z predchádzajúcich strán: **drahšia ropa zdvihla infláciu, centrálne banky zvýšili sadzby, dlhopisy prerobili a komodity urobili za kvartál +16 %.**

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Ropa a úzke hrdlá - prečo je tento šok iný




Zdroj: U.S. Energy Information Administration (spotová cena WTI Cushing)

Ropné šoky sú starí známi:

- 1973
- 1979
- 1990
- 2008
- 2022
- 2026

Prichádzajú bez varovania a nedajú sa načasovať. Kto kupoval ropu v apríli pri 115 dolároch, o dva mesiace sa pozeral na 70. Preto patrí časť portfólia reálnym aktívam trvalo, nie až keď horí.

Ochrana pred šokom sa buduje v pokojných časoch; v treťom štvrťroku už len pracovala.

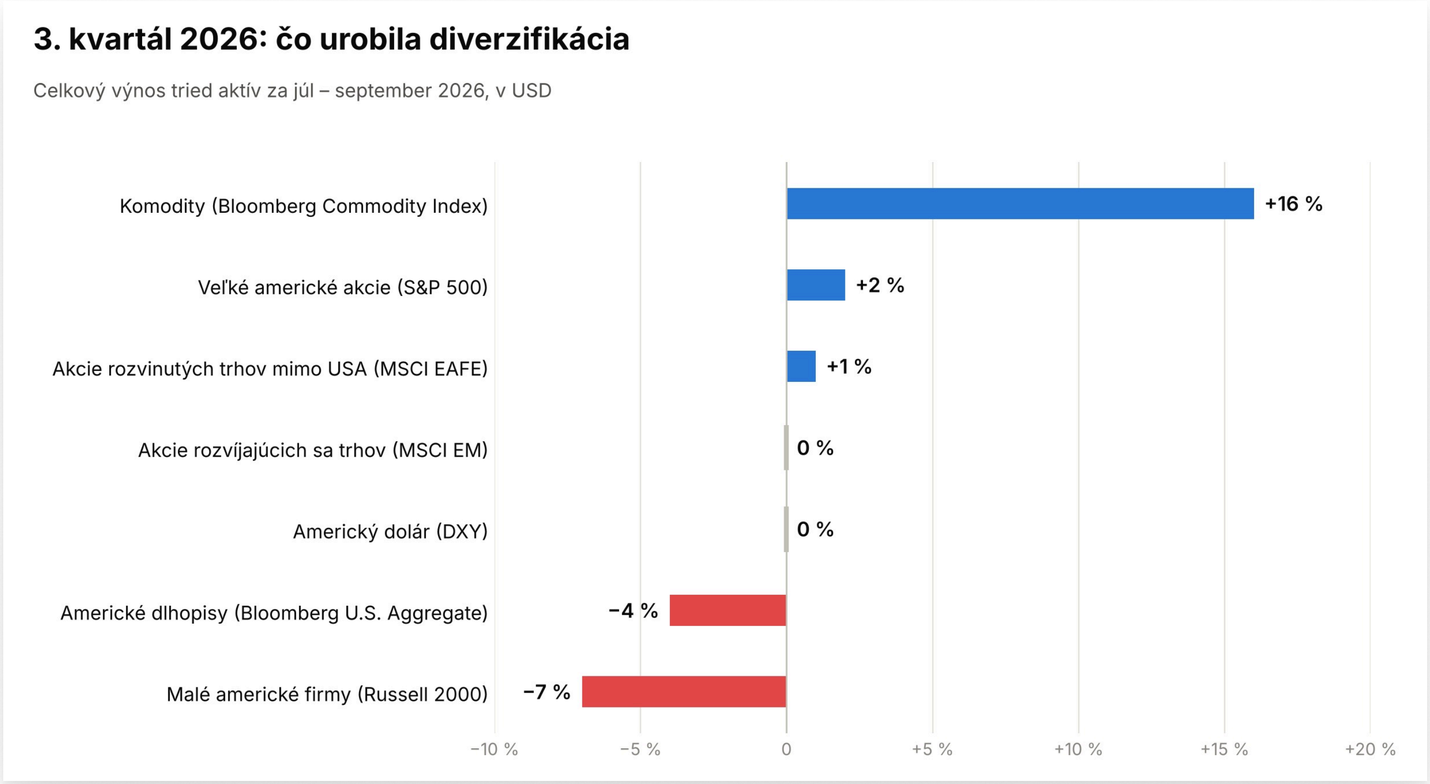
INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# “Bezpečné“ dlhopisy -4 %, komodity +16 %. Prečo?

V treťom štvrťroku sa svet vrátil k drahým peniazom. Fed v septembri zvýšil sadzby prvýkrát od roku 2023, na 3,75 – 4,00 %; zvýšila ich aj ECB a vyše 80 % centrálnych bánk rozvinutých krajín. Desaťročný výnos amerických štátnych dlhopisov sa dostal nad 5,3 % a tridsaťročný nad 5,6 % - úrovne, ktoré trh naposledy videl v roku 2002. Americká hypotéka s 30-ročnou fixáciou stojí 7,40 %, najviac od novembra 2023.

Graf ukazuje, čo to urobilo s jednotlivými stavebnými kameňmi portfólia:

- „Bezpečné“ americké dlhopisy stratili za kvartál 4 %,
- malé americké firmy, citlivé na drahšie úvery, 7 %.
- Veľké americké akcie pridali 2 %, napriek silným ziskom firiem ich brzdili výnosy dlhopisov, nie hospodárenie.
- Komodity vyrástli o 16 %, keď po krachu rokovaní medzi USA a Iránom opäť zdražela ropa.




Zdroj:J.P. Morgan Asset Management (Guide to the Markets 4Q 2026), Bloomberg

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# „Bezpečné“ dlhopisy −4 %, komodity +16 %. Prečo?

- Kto mal len veľké americké akcie, skončil s plus dvoma percentami.
- Kto mal len dlhopisy, prerobil.
- Kto mal oboje a k tomu reálne aktíva, prešiel kvartálom bez ujmy.

**Diverzifikácia nie je teória pre pokojné časy. V treťom štvrťroku bola rozdielom medzi ziskom a stratou.**

Výpredaj dlhopisov má aj druhú stranu: **pokles cien je bolesť dnes a vyšší príjem zajtra.** Dlhopis, ktorý kúpite dnes, vynáša vyše päť percent ročne - naposledy takmer pred dvadsiatimi rokmi. Stačí si overiť, že splatnosť dlhopisov zodpovedá horizontu a že portfólio stojí na viacerých kameňoch než na jednom.

# Zhodnotenie jednotlivých aktív k 30.9.2026

| | 1 M | YTD | 1 R | 3 R | 5 R | 10 R |
|---|---|---|---|---|---|---|
| S&P 500 | 3,26 % | 16,51 % | 20,37 % | 73,23% | 93,51 % | 300,39 % |
| STOXX® Europe 600 | -1,62 % | 9,94% | 17,08 % | 53,53% | 60,84 % | 144,42% |
| MSCI Emerging Markets | 0,92 % | 25,98 % | 31,47 % | 73,46 % | 55,42 % | 133,62 % |
| MSCI World | 2,23 % | 15,61 % | 19,97 % | 68,18 % | 80,52 % | 232,34 % |
| Physical Gold | -2,48 % | -2,20 % | 12,30 % | 106,69 % | 141,88 % | 203,85 % |
| Global Corporate Bond | -0,57 % | -0,06 % | 0,69 % | 9,16 % | -0,63 % | 14,73 % |
| Euro Government Bond | -2,03 % | -3,20 % | -2,97 % | 6,18 % | -14,04 % | -8,86 % |
| US Treasury Core Bond | 0,16 % | 0,80 % | 1,62 % | 2,47 % | -3,35 % | - |
| Nasdaq | 7,34 % | 24,30 % | 28,39 % | 95,66 % | 115,98 % | 543,78 % |
| EURO STOXX® Select Dividend | -2,10 % | 20,05 % | 31,89 % | 98,48 % | 95,10 % | 184,46 % |
| Dow Jones U.S. Dividend 100 | -3,21 % | 13,32 % | 14,39 % | 43,42 % | 54,98 % | 126,83 % |
| STOXX Global Select Dividend 100 | -1.17 % | 20.25 % | 28.14 % | 73.60 % | 78.70 % | 136.57 % |

Zdroj: www.justetf.com

# Férova hodnota podľa Morningstar

## Fair value

Podľa Morningstar sa medián akcií v ich analytickom pokrytí 30. septembra obchodoval približne **8,1 % pod** odhadovanou férovou hodnotou.

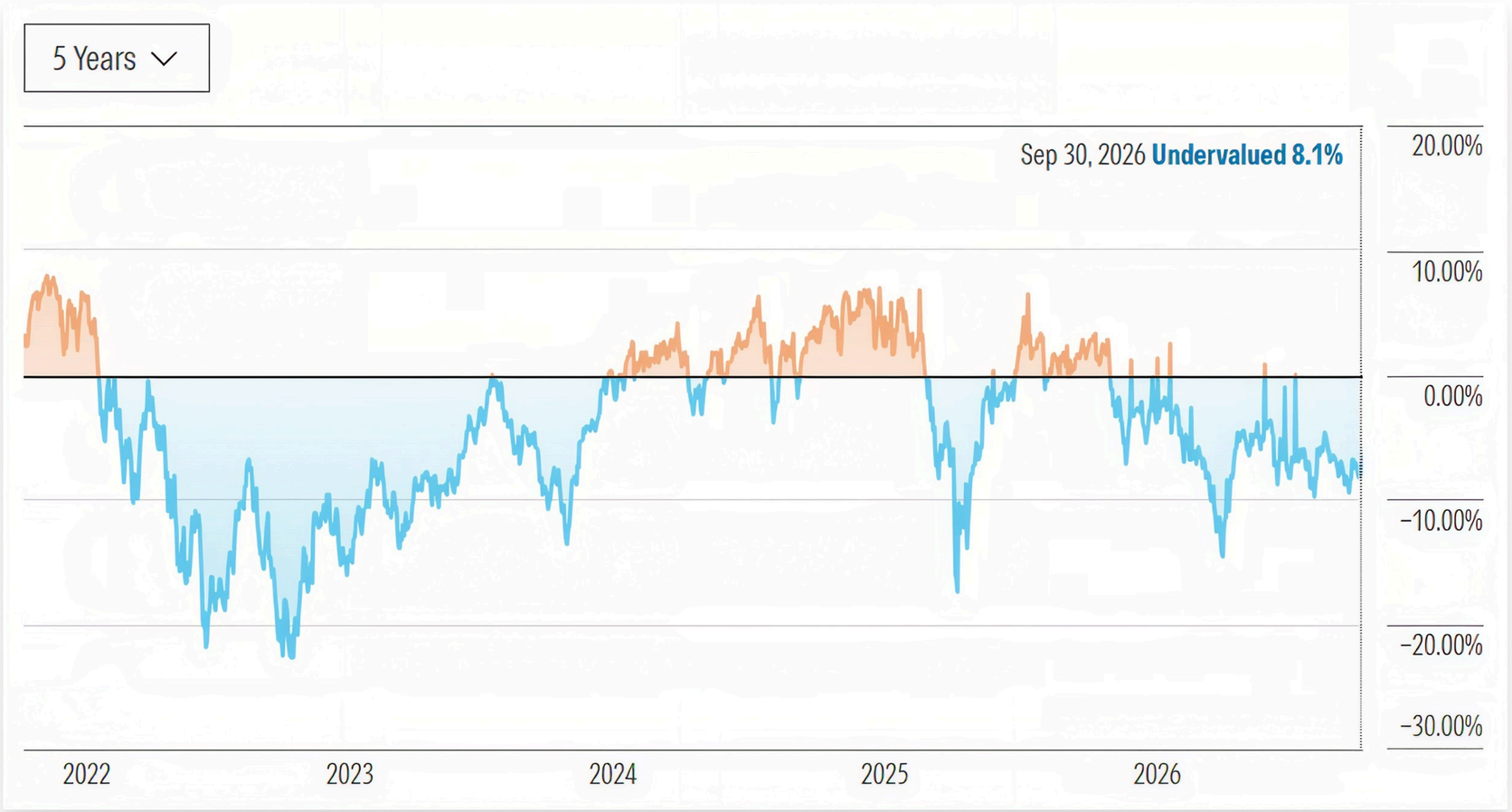
## Hodnoty Fair value

Nulová čiara znamená, že trhová cena sa rovná odhadu analytika.

Hodnota pod nulou predstavuje diskont.

Hodnota nad nulou predstavuje prémiu.

Tento údaj neznamená, že všetky akcie sú lacné. Ide o modelový odhad Morningstar, nie o objektívnu cenu ani signál na načasovanie trhu.




Zdroj: www.morningstar.com

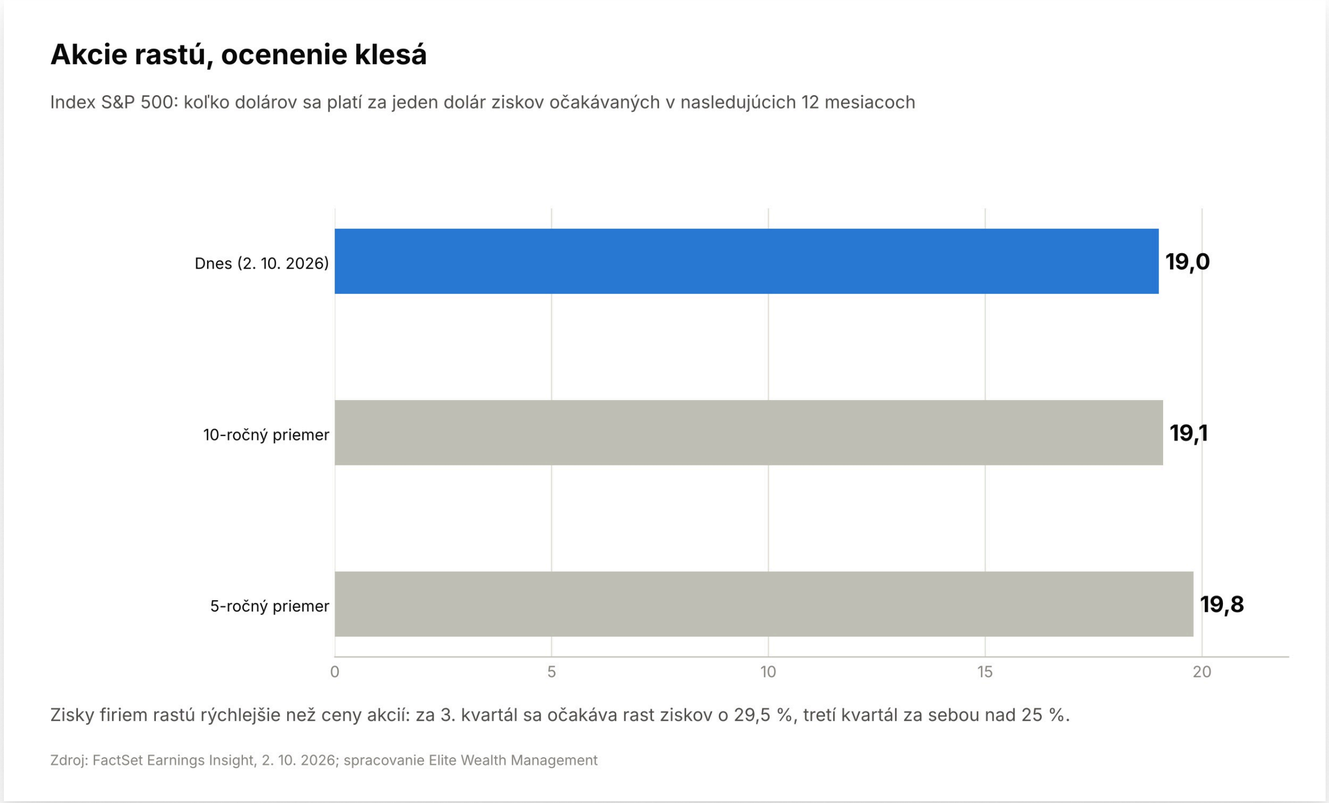
INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Férová hodnota: akcie rastú, ocenenie klesá

Najčastejšia obava investorov pri historických maximách znie: Nie je trh príliš drahý? Odpoveď dávajú zisky firiem.

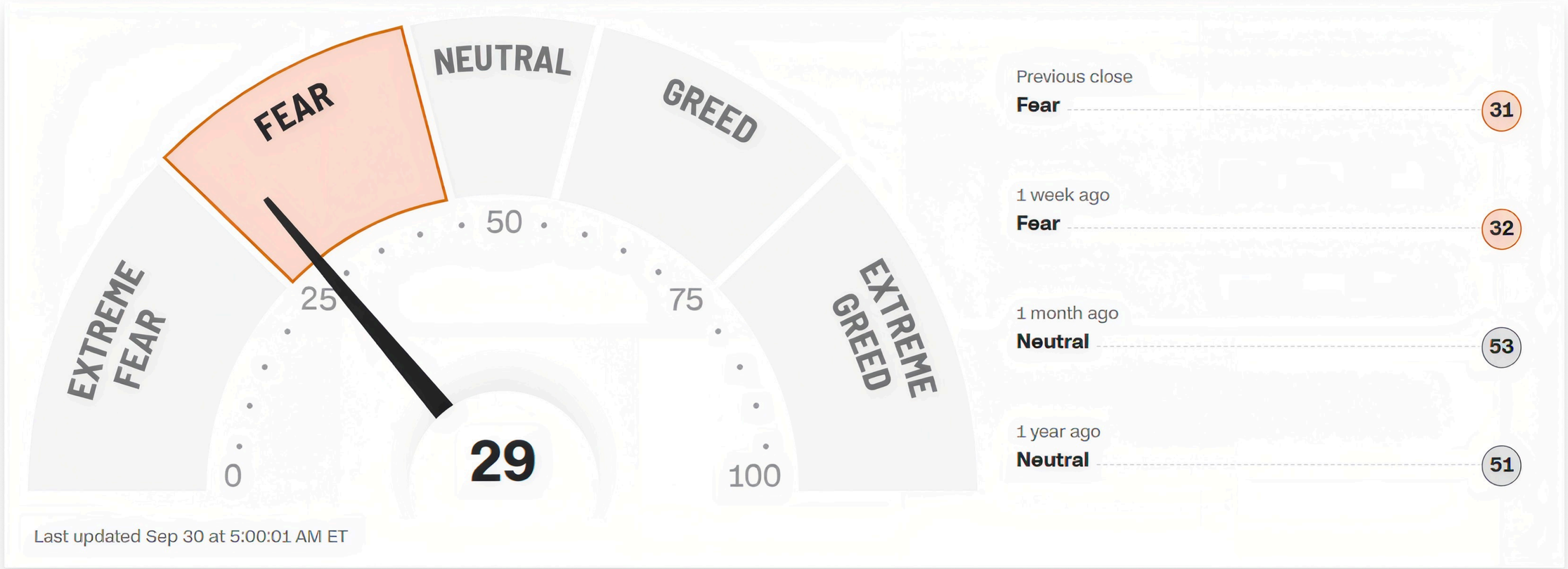
Za jeden dolár ziskov, ktoré firmy z indexu S&P 500 zarobia v najbližších dvanástich mesiacoch, dnes investori platia 19 dolárov. To je menej než päťročný priemer (19,8) aj mierne pod desaťročným priemerom (19,1). Ceny akcií rastú, ocenenie klesá, pretože zisky rastú ešte rýchlejšie. **Za tretí kvartál sa očakáva rast ziskov o 29,5 %, tretí kvartál za sebou nad 25 %.**

Neznamená to, že akcie sú lacné. Znamená to, že rast posledných mesiacov stojí na zárobkoch firiem, nie na ochote platiť čoraz viac za rovnaký zisk. To je zdravší základ než eufória.




Zdroj: FactSet Earnings Insight

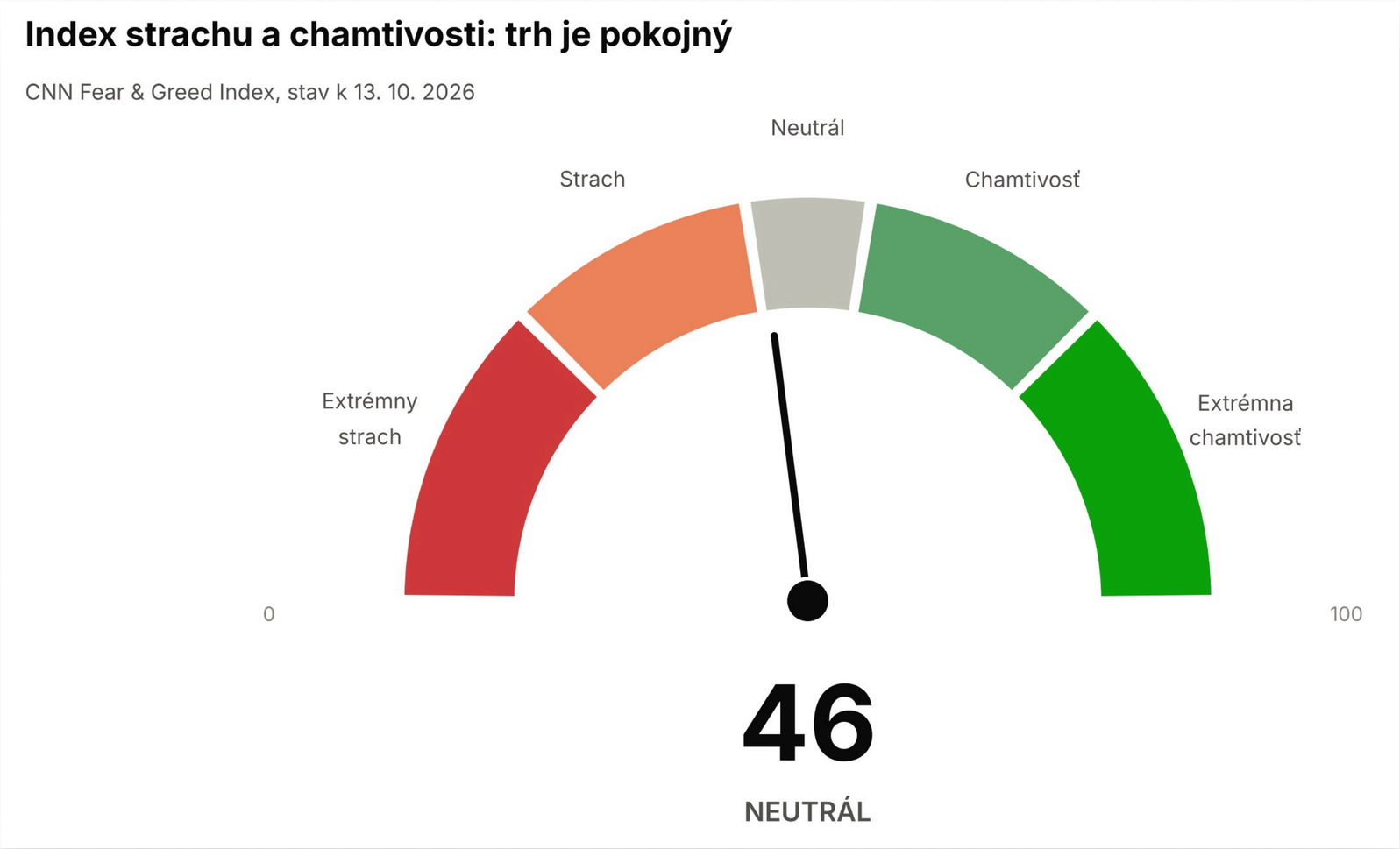
# Index strachu a chamtivosti




Zdroj: www.cnn.com

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

# Index strachu a chamtivosti: trh je pokojný




Zdroj: www.cnn.com

Index strachu a chamtivosti ukazuje 46 bodov, teda neutrálne pásmo. Trh nie je ani vystrašený, ani eufórický, a to napriek vojne na Blízkom východe, ropnému šoku a prvému zvýšeniu sadzieb Fedu za tri roky.

Práve to je na ňom poučné. Nálada investorov sa mení rýchlo a v oboch smeroch; v máji tohto roka index za jediný mesiac preskočil z extrémneho strachu do chamtivosti. Kto podľa nej riadi portfólio, kupuje draho a predáva lacno.

Investičné rozhodnutia nestaviame na nálade trhu, ale na stratégii a vopred daných pravidlách.

# Ďakujem za Vašu pozornosť

INVESTIČNÝ SPRIEVODCA

## Tešíme sa na spoluprácu


sulov@chcemporadit.sk
0904 570 518
elitewm.sk


Elite Wealth Management