

2026

TRŽIŠTA
SREDINOM GODINE

POVIJESNI MAKSIMUMI, UMJETNA INTELIGENCIJA I HORMUZ

Tržište pod pritiskom čak i na vrhovima: zarade, AI i kamratne stope

Početak 2026. godine donio je nekoliko značajnih tema koje bi, u normalnim okolnostima, bile dovoljne da tržišno raspoloženje postane znatno opreznije. Prva je bila američka operacija u Venezueli, kojom je predsjednik Nicolás Maduro uklonjen iz zemlje. Taj je događaj značajno osnažio geopolitičku temu u Latinskoj Americi, a tržište ga je sagledalo kroz prizmu veće važnosti obrambenog sektora. Tu je atmosferu pratilo snažno zanimanje ulagača za europske proizvođače oružja, uključujući rekordni IPO domaćeg holdinga Czechoslovak Group na burzi Euronext Amsterdam, gdje je kompanija prikupila 3,8 milijardi eura uz tržišnu kapitalizaciju od 25 milijardi eura, prema podacima Euronexta.

Druga i još značajnija tema ostaje sukob na Bliskom istoku između Izraela, SAD-a i Irana. To se brzo prelilo iz čisto geopolitičkog rizika u makroekonomski problem, jer je poremetilo promet kroz Hormuški tjesnac. Znatna dio globalnog prometa naftom i LNG-om normalno prolazi kroz to područje, a zastoje utječe ne samo na energetske sektor nego i na neke sirove materijale manje vidljive javnosti, ali strateški važne – posebno helij i amonijak. Helij je važan za poluvodiče, zdravstvo i visoku tehnologiju, dok je amonijak ključni input u proizvodnji dušičnih gnojiva. Učinci stoga nisu ograničeni samo na cijenu nafte. Više cijene energije i rizik od poremećaja u opskrbi gnojivima, LNG-om, helijem i ostalim inputima pojačavaju zabrinutost zbog novih inflacijskih pritisaka. Ti pritisci mogu zakomplicirati rad središnjih banaka, koje su se dotad pripremale za postupno popuštanje monetarne politike.

Ipak, američka tržišta dionica nalaze se na povijesnim maksimumima. Glavni odgovor na navedeno pitanje leži u iznimno snažnom rastu profitabilnosti velikih američkih kompanija, posebno u segmentima poluvodiča, AI infrastrukture, cloud usluga i digitalnog oglašavanja. Sezona rezultata za prvo tromjesečje 2026. pokazala je snažan godišnji rast prihoda i profita.

Burza: snažan rast, veća koncentracija

Na početku godine, prosječna procjena velikih investicijskih banaka za ciljnu vrijednost indeksa S&P 500 krajem 2026. iznosila je 7.574 boda. Tržište je tu razinu dostiglo krajem svibnja. U CYRRUS-u smo bili skloni manje euforičnom scenariju s ciljanom vrijednošću indeksa od 7.400 bodova. Ta je procjena temeljila na pretpostavci da svaki rast S&P 500 treba biti primarno potaknut rastom profita, konkretno EPS-om oko 320 USD i P/E višekratnikom od otprilike 23x.

Sezona rezultata za prvo tromjesečje 2026. djelomično je potvrdila tu pretpostavku. Kompanije u indeksu S&P 500 prijavile su snažan godišnji rast prihoda od oko 12% i rast zarada od gotovo 28%. Prema Bloombergu, godišnji rast zarada S&P 500 u Q1 2026. iznosio je 28%, što je bio najveći rast zarada od Q4 2021. i šesto uzastopno tromjesečje s dvoznamenkastim godišnjim rastom zarada.

		EPS				
		280	300	320	340	350
P/E	19	5 320	5 700	6 080	6 460	6 650
	20	5 600	6 000	6 400	6 800	7 000
	21	5 880	6 300	6 720	7 140	7 350
	22	6 160	6 600	7 040	7 480	7 700
	23	6 440	6 900	7 360	7 820	8 050
	24	6 720	7 200	7 680	8 160	8 400
	25	7 000	7 500	8 000	8 500	8 750

Izvor: Bloomberg, CYRRUS

Indeks trenutno trguje pri P/E omjeru od oko 25,7x i terminskom P/E od oko 22,2x. Može se stoga reći da se rast profitabilnosti u velikoj mjeri odrazio na rast tržišnih cijena, a valuacije se nisu značajno promijenile u usporedbi s početkom godine. Iz ptičje perspektive, tržište još uvijek izgleda relativno konzistentno: cijene rastu, ali i profiti.

S&P 500 Price to Earnings



Izvor: Bloomberg, CYRRUS

Važan je, međutim, detalj strukture zarada. Rast zarada S&P 500 bio je vrlo snažan i znatno je nadmašio očekivanja, ali mu je struktura manje diversificirana nego što naslovni broj sugerira. Većina rasta dolazi od nekoliko megakapitalnih kompanija koncentriranih primarno u tehnologiji, komunikacijskim uslugama i potrošačkim diskrecijskim dobrima. Pojednostavljena aproksimacija korištenjem sektorskih udjela u indeksu pokazuje da je nešto manje od 85% rasta zarada potaknuto samo trima sektorima:

Sektor	Rast profita u 12 mjeseci	Procijenjeni udio rasta
Informacijska tehnologija	54.3%	cca. 55%
Komunikacijske usluge	48.9%	cca. 15%
Nepotrebna potrošnja	40.8%	cca. 13%

Izvor: FactSet, CYRRUS

Glavna priča bila je vezana uz tehnologiju i AI. FactSet izvještava da je sektor informacijske tehnologije zabilježio najveći rast zarada od svih sektora, a najveći doprinos dali su NVIDIA i Micron. Bez te dvije kompanije, rast zarada sektora pao bi sa 54,3% na 30,1%. Sličan učinak vidljiv je u komunikacijskim uslugama. Glavni pokretači bili su Alphabet i Meta; bez te dvije kompanije, sektor bi umjesto rasta od 48,9% pokazao pad od -4,1%, a slična situacija vrijedi i za sektor diskrecijske potrošnje. FactSet napominje da je glavni doprinositelj bio Amazon (60% profitabilnosti dolazi iz AWS cloud-a); bez njega, rast sektora pao bi sa 40,8% na 16,6%.

FactSet-ova analiza ušla je u još veće detalje na razini kompanija. Prema njihovom izvješću, dio iznimno snažnog EPS iznenađenja došao je izvan čisto operativnih aktivnosti. Na primjer, Alphabet je u svoju profitabilnost uključio neto dobit od 37,7 milijardi dolara vezanu pretežno uz nerealizirane dobitke na vrijednosnim papirima privatnog kapitala. Meta Platforms prijavila je poreznu povlasticu od 8,03 milijardi dolara. Amazon je u preporezne rezultate uključio dobit od 16,8 milijardi dolara vezanu uz ulaganje u Anthropic. GE Vernova imao je 4,5 milijardi dolara preporeznih dobitaka iz spajanja i preuzimanja. Ford je prijavio jednokratnu carinsku korist od 1,3 milijarde dolara. S investicijskog gledišta, to znači da je rast EPS-a vrlo snažan, ali naslovni broj treba čitati s oprezom. Operativni trend je pozitivan, ali dio rasta nije u potpunosti ponovljiv.

Trenutni rast američkih dionica ima stoga pravu temeljnu potporu u korporativnim zaradama, ali je ta potpora značajno koncentrirana. Nije riječ o širem ubrzanju na cijelom tržištu, već o rastu koji pokreće uska skupina dionica i nekoliko sektora. U praksi to znači da dok S&P 500 u cjelini pokazuje vrlo snažne brojke, njihova je kvaliteta manje diversificirana nego što bi agregirani rast zarada mogao sugerirati.

To ima dvije investicijske implikacije. S jedne strane, tržište se ne temelji samo na ekspanziji valuacija, jer je rast zarada zaista snažan. S druge strane, cijeli indeks sve više ovisi o nastavku vrlo pozitivnih kretanja u AI, poluvodičima, oblačnim uslugama, digitalnom oglašavanju i nekoliko megakapitalnih tvrtki. Ako te tvrtke nastave isporučivati snažan rast prihoda, marži i projekcija, više tržišne valuacije mogu biti opravdane. Međutim, ako se očekivanja u AI infrastrukturi ohlade ili se projekcije za nekoliko ključnih dionica pogoršaju, učinak na cijeli indeks mogao bi biti nerazmjerno velik.

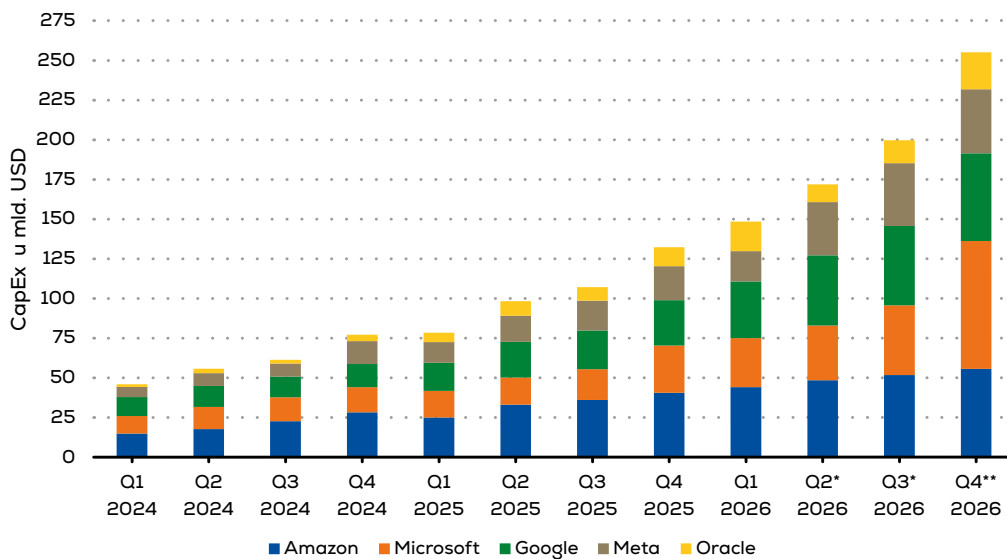
AI kapitalni rashodi kao novi stup američkog tržišta

AI infrastruktura ostaje jedan od glavnih razloga zašto se američko tržište dionica održava na visokim razinama unatoč geopolitičkim i makroekonomskim rizicima. To više nije samo priča o očekivanjima ili novom krugu ekspanzije valuacija. Rezultati iz nedavnih tromjesečja pokazuju da se ulaganja u AI odražavaju u prihodima dobavljača infrastrukture i u monetizaciji velikih cloud platformi. NVIDIA je prijavila 75,2 milijarde dolara prihoda iz podatkovnih centara, Broadcom je prijavio 10,8 milijardi dolara prihoda od AI poluvodiča, Microsoft je najavio AI poslovanje s godišnjom procjenom od preko 37 milijardi dolara, a AWS je ubrzao rast na 28%. AI infrastruktura je dakle istodobno investicijska i profitabilna tema, a ne samo daleka obećanja.

Istodobno je jasno da se profitni potencijal proteže izvan samih GPU-ova. Uz akceleratorne, rastu i prilagođeni čipovi, HBM memorija, napredno pakiranje, mreže podatkovnih centara, napajanje i hlađenje. Micron ukazuje na snažnu potražnju za AI serverima i nedostatak DRAM i NAND kapaciteta, Samsung govori o rekordnoj prodaji memorijskog poslovanja potaknutoj AI potražnjom, a TSMC potvrđuje da AI/HPC aplikacije podupiru potražnju za najnaprednijim proizvodnim procesima. Važnu ulogu igraju i dobavljači mrežne i fizičke infrastrukture, primjerice Arista u AI umrežavanju i Vertiv u napajanju i hlađenju podatkovnih centara.

Ključno je da kapitalni rashodi hiperskalarnih kompanija nastavljaju ubrzavati. Alphabet je u Q1 uložio 35,7 milijardi dolara, a većina potrošnje odlazi na tehničku infrastrukturu za AI, te je podigao projekciju kapitalnih rashoda za godinu na 180 do 190 milijardi dolara. Meta je podigla projekciju kapitalnih rashoda na 125 do 145 milijardi dolara, dijelom zbog viših cijena komponenti i dodatnih troškova za buduće kapacitete podatkovnih centara. Microsoft je u istom tromjesečju uložio 31,9 milijardi dolara i naveo da je oko dvije trećine kapitalnih rashoda otišlo u kratkoročna sredstva, pretežno GPU-ove i CPU-ove. Amazon je također priznao da je njegov slobodni novčani tok bio značajno opterećen godišnjim povećanjem kupovine imovine, što primarno odražava ulaganja u umjetnu inteligenciju.

Hyperscalers CapEx razvoj



* Konsenzusna procjena Bloomberg

Izvor: Bloomberg, CYRRUS

** Razlika između cjelogodišnje procjene menadžmenta i rezultata prethodna tri tromjesečja

Ovaj ciklus stoga se razlikuje od klasičnog tehnološkog optimizma. S jedne strane, riječ je o iznimno kapitalno intenzivnoj fazi koja kratkoročno povećava pritisak na novčani tok i investicijsku disciplinu. S druge strane, nije samo o trošenju bez vidljive monetizacije. Cloud platforme istodobno pokazuju snažan rast prihoda, visoku potražnju za AI računalnim resursima i postupno sve i izravne prihode od AI usluga. To je važno za opravdanost valuacija, jer tržište danas ne vrednuje samo daleki potencijal, već i već vidljivi rast prihoda i profitabilnosti u nekoliko dijelova vrijednosnog lanca.

Najveće ograničenje daljnjeg rasta nije slaba potražnja, već opskrba. Uska grla pojavljuju se u akceleratorima, HBM memoriji, naprednom pakiranju, mrežnoj infrastrukturi, priključcima napajanja i hlađenju. TSMC je izjavio da potražnja za AI ostaje iznimno snažna te da povećava ulaganja u 3nm kapacitete zbog toga. Istodobno, IEA procjenjuje da se globalna potrošnja električne energije podatkovnih centara očekuje da se više nego udvostruči na oko 945 TWh do 2030., pri čemu je AI glavni pokretač rasta. Energija tako postaje sastavni dio AI investicijske teze, a ne samo pozadinska operativna stavka.

S burzovnog gledišta, zaključak je dvostruk. AI infrastruktura pruža pravu temeljnu potporu trenutnom rastu američkih dionica, jer se odražava u prodaji, maržama i projekcijama ključnih kompanija. Ali ta je potpora i vrlo koncentrirana. Najveći doprinos u dolarima i dalje je vezan uz ograničen broj hiperskalarnih kompanija i dobavljača, a predvode ih NVIDIA, Broadcom, TSMC, proizvođači HBM memorije i nekoliko odabranih kompanija u mrežnoj i fizičkoj infrastrukturi podatkovnih centara.

Investicijske implikacije su dakle slične onima za cijeli indeks S&P 500. Trenutni rast nije čisto spekulativan jer se temelji na vrlo snažnom rastu zarada i kapitalnih rashoda u AI vrijednosnom lancu. Istodobno, tržište je sve osjetljivije na svako pogoršanje projekcija za AI infrastrukturu. Ako se monetizacija ohladi, hiperskalarni rashodi uspore, uska grla u HBM-u ili pakiranju produlje, ili dođe do ograničenja u energiji ili izvoznim propisima, učinak na valuacije nekoliko ključnih dionica – a time i na cijeli indeks – mogao bi biti nerazmjerno snažan.

Hormuz, inflacija i povratak viših kamatnih stopa

Rat na Bliskom istoku ima velike makroekonomske implikacije. Budući da je Hormuški prolaz ključna brodska ruta, isporuke nafte i ostalih roba kroz prolaz znatno su pale ali pregovori između Sjedinjenih Država i Irana su u tijeku.

Razlog zašto su tržišta relativno otporna, osim nastavka AI priče, jest da su zapadne zemlje ušle u sukob s visokim zalihama nafte. Drugim riječima, ulagači su percipirali cijelu situaciju kao da ima dovoljno vremena za rješavanje sukoba. Ali to polako prestaje biti slučaj.

Ako se spor i trenutno zatvaranje Hormuškog tjesnaca nastave do kraja lipnja, zalihe nafte dosegnut će razine koje bi mogle uzrokovati određeni operativni stres. U takvom slučaju mogli bismo vidjeti značajni rast cijena. Međutim, kao što je često slučaj u sličnim situacijama, tržište ne zna točno gdje je granica za početak naglog rasta cijena nafte. Često je dovoljan jedan loš broj – poput iznenađujuće velikog pada zaliha – i cijena nafte može naglo porasti. U takvom slučaju cijena nafte mogla bi lako premašiti 150 dolara po barelu. Predstavnici nekih energetske kompanija već upozoravaju na ovaj scenarij.

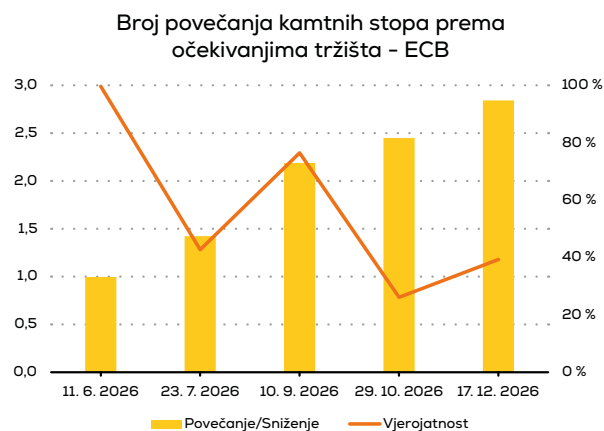
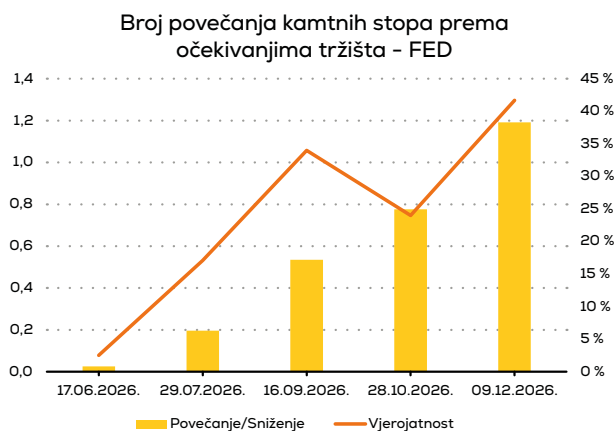
Ako Hormuz ostane u ograničenom načinu rada do rujna, postoji rizik da bi zalihe nafte mogle pasti ispod razine potrebne za funkcioniranje infrastrukture. U tom slučaju bila bi to zaista ozbiljna situacija. Međutim, cijene bi u takvom slučaju naglo porasle unaprijed. Taj rast tečajeva primorao bi Sjedinjene Države na akciju. To znači da je malo vjerojatno da će se situacija eskalirati do te faze. Međutim, daljnji rast cijena nafte, koji bi mogao potaknuti korekciju na tržištima, ne može se isključiti.

Sukob već ima makroekonomske učinke. Vidimo da se inflacija ubrzava u SAD-u. Ukupna inflacija u SAD-u skočila je na 3,8% u travnju. Međutim, dolazi i do porasta cijena na razini temeljnih cjenovnih područja. Na primjer, rastu cijene prijevoza (zbog goriva). U slobodnom prijevodu, središnje banke ne mogu si priuštiti ignoriranje situacije.

Prije nego što je počeo američki-izraelski napad na Iran krajem veljače, tržište je računalo na tri smanjenja kamatnih stopa Fed-a. Međutim, trenutni tempo rasta cijena i rizik njegova daljnjeg ubrzavanja znači da si američki bankari ne mogu priuštiti smanjenje stopa. Nakon izvješća o radnim mjestima za svibanj, ulagači računaju da će američka središnja banka ove godine jednom podići stope za četvrtinu postotnog boda.

Dolazak Kevina Warsha na čelo središnje banke ne znači pomak prema opuštenijoj monetarnoj politici. Warsh je pristaša teze da ako je ekonomski rast potaknut produktivnošću, ne mora pridonijeti pregrijavanju tržišta rada i stoga nema nužno inflacijske učinke. S druge strane, Warsh ne želi slati signale da bi djelovao po Trumpovim naredbama i stoga je u ovom trenutku krajnje malo vjerojatno da bi snizio kamatne stope ako makro situacija to ne dopušta.

Tržište trenutno implicira jedno povišenje stopa Fed-a do kraja godine i znatno agresivniju putanju za ECB. S obzirom na cjenovne trendove u eurozoni, bilo je za očekivati da će ECB ovog mjeseca podići stope. Za Fed je vjerojatnost povišenja raspršena pretežno prema kraju godine.



Izvor: Bloomberg, CYRRUS

Na odlučivanje ECB-a utjecat će i prostor za politiku ČNB-a. Ako ECB, u skladu s tržišnim očekivanjima, podigne depozitnu stopu na 2,25% i dođe još jedno povišenje u rujnu, pritisak za višim stopama može se proširiti i na srednje-europsku regiju. ČNB tako ima manje prostora za održavanje stabilnih stopa, posebno ako inflacijski pritisci istodobno porastu. Ukupno, šira makro situacija nastavit će ovisiti o trajanju ograničenja u Hormuzu. Međutim, neka se šteta već nanosi.

Pretpostavke za tržišna razmatranja do kraja 2026.

- Trenutni rast američkog tržišta dionica ima pravu temeljnu potporu.
- To objašnjava zašto je tržište uspjelo održati visoke razine unatoč geopolitičkim rizicima, inflacijskim pritiscima i promjenama u očekivanjima kamatnih stopa.
- Istodobno, međutim, kvaliteta rasta je manje rasprostranjena nego što agregirani brojevi sugeriraju.
- Znatan dio rasta profita koncentriran je u nekoliko sektora i uskoj skupini megakapitalnih kompanija vezanih uz AI, cloud, poluvodiče i digitalno oglašavanje.
- Povećana koncentracija profita također znači veću osjetljivost cijelog tržišta na rezultate i projekcije nekoliko kompanija.
- Istodobno, makroekonomsko okruženje više nije jasno povoljno za dionice.
- Rizik viših cijena energije, poremećaja prometnih ruta i ponovnog ubrzanja inflacije komplicira prostor za popuštanje monetarne politike središnjih banaka.
- Stoga ima investicijskog smisla zadržati izloženost kvalitetnim rastućim kompanijama i glavnim korisnicima AI investicijskog ciklusa, ali ne podcjenjivati rizik koncentracije.
- Glavni rizik za drugu polovicu godine ostaje kombinacija visokih valuacija, koncentriranog rasta profita, mogućeg ponovnog porasta inflacijskih pritisaka i manjeg prostora za brzo smanjivanje stopa od strane središnjih banaka.
- Privlačniji od paušalnog povećanja izloženosti prema cijelom indeksu može biti selektivni pristup usredotočen na kompanije s pravim rastom prihoda, visokom profitabilnošću, snažnim novčanim tokom i sposobnošću opravdanja ulaganja u AI konkretnom monetizacijom.
- Za uravnoteženi portfelj, prikladno je kombinirati izloženost rastu s obrambenim elementima.

Napomena (disclaimer)

Informacije i investicijske preporuke izradila je tvrtka CYRRUS a.s., ovlaštenu trgovac vrijednosnim papirima sa sjedištem u Brnu, Veveří 111, Češka Republika („Društvo“). U Republici Hrvatskoj usluge pruža CYRRUS Wealth Management d.o.o., vezani zastupnik društva CYRRUS a.s., sa sjedištem na adresi Radnička cesta 39 (Centar 2000), 10 000 Zagreb, Hrvatska. Društvo CYRRUS a.s. član je Burze vrijednosnih papira Prag, a. s., te Frankfurt Stock Exchange (FWB) – Deutsche Börse i podliježe regulaciji i nadzoru Češke narodne banke. CYRRUS Wealth Management d.o.o. djeluje kao vezani zastupnik u skladu s važećim propisima Republike Hrvatske. Društvo koristi informacije iz pouzdanih izvora i uložilo je razumnu razinu pažnje kako bi informacije bile istinite i nezavaravajuće, no ni na koji način ne jamči njihovu točnost. Ako su u investicijskoj preporuci navedene informacije koje se odnose na buduće događaje, one se temelje na pretpostavkama i izračunima Društva ili pouzdanih izvora. Stvarni budući događaji mogu se značajno razlikovati od navedenih informacija. Informacije mogu biti pojednostavljene jer služe isključivo za stvaranje opće i osnovne predodžbe o određenom pitanju ili temi. Investicijska preporuka predstavlja mišljenje Društva ili u njoj navedene osobe na dan objave te se može promijeniti bez prethodne obavijesti. Nije moguće unaprijed odrediti interval budućih promjena investicijske preporuke. Investitori su dužni samostalno donositi odluke o prikladnosti trgovanja i ulaganja u bilo koje financijske instrumente, na temelju odgovarajuće procjene cijene, mogućih rizika te vlastite pravne, porezne i financijske situacije. Ako se u investicijskoj preporuci govori o bilo kakvom prinosu, uvijek je potrebno polaziti od načela da prošli prinosi nisu jamstvo budućih prinosa, da svako ulaganje uključuje rizik promjene vrijednosti i promjene tečajeva te da povrat uloženi sredstava niti visina dobiti nisu zajamčeni. Sadržaj dokumenta zaštićen je u skladu sa zakonima o autorskim pravima. Nositelj autorskih prava je društvo CYRRUS a.s. Društvo ne snosi odgovornost za širenje ili objavu informacija od strane trećih osoba. Ništa vam ne skrivamo. Mi smo CYRRUS.

