

Investiční výhled

Trnitá cesta vpřed

21. prosince 2022

Výhled na rok 2023

Ekonomika, měny, sazby

Investice, akcie, dluhopisy

Zhodnocení 2022

Končící rok 2022 přinesl propad akciím i dluhopisům, ale změn, které budou formovat následující období, je ve skutečnosti daleko víc. Hotovost je opět úročena, dluhopisy znovu dávají smysl, BigTech není imunní za každého počasí, sazby nemusejí být na věky na nule... Scénářů pro rok 2023 může být mnoho, žádný nás ale nevrátí do investorské bonanzy se záplavou peněz připravených vykoupit investory ze všech problémů. K udržitelnému růstu vede ještě trnitá cesta.

Shrnutí

- ◆ Recese je velmi pravděpodobná, ale většina trhu s ní nepočítá. Ve druhém pololetí se sejde hned několik negativních faktorů
- ◆ Inflace v první fázi klesne snadno, dostat ji na cíl bude horší
- ◆ Vzývaná otočka Fedu by možná nebyla taková výhra, jak to vypadá
- ◆ Trhy čeká těžký rok bez dostatečné podpory; ani nejoptimističtější scénář nezaručí podmínky pro návrat akcií na maxima
- ◆ Od amerických akcií čekáme postupný obrat trendu ve tvaru širokého U, ovšem při dalších velkých krátkodobých vlnách; západoevropské akcie mají menší potenciál a zdejšími dluhopisům dál nevěříme
- ◆ Čína má snad nejhorší za sebou; bude mít výhodu v energiích, hlavní výzvou jsou reality a covid
- ◆ Makro prostředí je nejisté, ale dá se připravit na oba základní scénáře: Pokud věříte (dluhopisovému) trhu, defenzivní sektory doplníte velkými techy; pokud věříte Fedu, sáhnete po energetice
- ◆ Fundamenty hovoří pro citelné oslabení koruny; dolar má to nejlepší za sebou, ale jeho ústup ze slávy nečekáme

Tomáš Vlček

Head of Research
+420 221 424 139
vlk@patria.cz

Branislav Soták

Senior Equity Analyst
+420 221 424 163
sotak@patria.cz

Ján Hladký

Equity Analyst
+420 221 424 183
hladky@patria.cz

Trhy nevěří vyšším sazbám ani recesi

Okruh témat se rozšiřuje

Do letošního roku jsme vstupovali s inflací jako dominantním tématem a nepřekvapivě u toho i zůstalo. Růst cen a související otázka měnové politiky upoutaly hlavní část pozornosti finančních trhů. Hra se však postupně rozšiřuje také o další aktéry. Čím dál zřetelnější je obrat pozornosti k výkonu reálné ekonomiky v klíčových světových oblastech, což je faktor, jehož nástup jsme upřímně řečeno čekali už před řadou měsíců. Investoři ale jednak zůstávají věrni své obsesi v podobě "pivotu", tedy otočky Fedu, a zároveň i jejich postoj k možné recesi je dosti rozporuplný.

Začneme tedy od Fedu, který trhy stále zajímá ze všeho nejvíc. Jeho politika byla letos podstatně utažena, a to daleko více, než se původně čekalo, i než samotná centrální banka předtím připouštěla. Na druhou stranu, základní sazba na aktuálních 4,5 pct není žádný extrém a míra restrikce zatím není příliš výrazná. Během prvních několika zasedání v příštím roce by cyklus zvyšování sazeb měl vrcholit na úrovni kolem 5 procent. Můžeme se sem dostat už v březnu, ale také v květnu či červnu.

Sladování představ centrálních bankéřů a investorů je v podstatě nekonečný proces. Někdy jsou očekávání blíží a někdy se vzdalují, jak právě nyní na konci roku. Rozporů je víc. Prvním je už samotný vrchol úrokových sazeb, když si trhy příliš nepřipouštějí pohyb nad 5 procent, zatímco odhad Fedu je 5,1 pct. Dále jde o setrvání sazeb na vrcholu. Investoři se sveřepě drží předpokladu, že sazby už ve druhé polovině roku začnou klesat podle palcového pravidla "když je na obzoru recese, Fed vždy politiku uvolní". Možná by to dávalo smysl, pokud by trhy na recesi opravdu sázely, to ale třeba v cenách akcií či výhledech pro zisky firem vidět opravdu není. A problematický je i druhý nevyřčený předpoklad, tedy že samotné vyhlídky recese automaticky odvanou inflační problém a umožní tak Fedu přesunout svou pozornost zpět k cíli plné zaměstnanosti.

Nejočekávanější recese?

Recese je velmi pravděpodobná, ale většina trhu s ní nepočítá

Je tedy dobré se podívat na výkon americké ekonomiky a inflační tlaky. Ekonomika zatím projevuje velkou odolnost, a to i přes mírný pokles v prvním pololetí 2022. Ten opravdu nepovažujeme za recesi. Firmy ho bez problému zvládly a třeba trh práce si poklesu HDP ani nevšiml; spíš to byl důsledek lehké korekce z vysokého základu silné expanze v předchozích kvartálech. Důležité je, co se bude dít v příštím roce.

Za zásadní prvek odolnosti je třeba považovat peníze dodané v minulých letech přímo spotřebitelům vládou a nepřímo skrze levné úvěry a QE Fedem. Hotovost či depozita se nafoukly z 1 bilionu USD před koronakrizí podle BBG na 4,7 bil. Následně

z nadměrných úspor začala ukusovat inflace, ale i tak bude trvat až do druhého pololetí příštího roku, než se jejich úroveň vrátí k trendu (jak odhadují DB nebo JPM). Mezitím spotřebitelé ještě vyztužují svou koupěschopnost úvěry na kreditních kartách, které rostou na nová maxima.

Spotřebitel tedy ještě nějaký čas bude mít na to, aby držel na solidní úrovni spotřebu (myšleno i v reálných číslech) a potažmo držel nad vodou ekonomiku či podporoval marže firem. Předpokládáme, že efekt tohoto hotovostního polštáře vede přes firmy i na trh práce, jehož síla zpětně pomáhá spotřebě a brání ekonomice spadnout do recese. Samozřejmě to nevydrží věčně a otázkou je hlavně přesnější načasování, neboť vyčerpávání peněz je ve společnosti dost nerovnoměrné.

O recesi se obecně hovoří hodně a skoro to vypadá, že pokud přijde, půjde o nejočekávanější recesi v historii ...a tedy starou zprávu. Jenže je to trochu jinak. Recese se jako téma točí v médiích, varuje před ní řada známých investorů či šéfů vlivných bank z Wall Street. Analytici stejných bank však s recesí ve svých prognózách většinou nepočítají a trh jako celek také vůbec neukazuje, že by se z vyhlídek pro ekonomiku úplně hroutil. Ve skutečnosti je podle nás připravenost na recesi poměrně malá zvláště na akcích a velká většina tržních hráčů doufá v měkké přistání.

Ve druhém pololetí se sejde hned několik negativních faktorů

Pokud by recese v zámoří přišla, tržní odhady dávají největší šanci prvnímu pololetí 2023. V takovém případě bychom na akcích měli mít reakci na ni v podstatě za sebou. Tak to ale podle nás není.

Už letos jsme si však ověřili, že procesy v ekonomice trvají oproti odhadům déle, a to podle nás leccos naznačuje i pro rok 2023. Zatímco v prvním pololetí ještě spotřebitel bude čerpat z úspor a táhnout káru dál, v druhé polovině roku už takovou možnost nebude mít. Ve stejném druhém pololetí přitom začne teprve zabírat a tlumit ekonomiku měnová restrikce Fedu, který zvedá sazby od března a až v druhém pololetí 2022 je dostal do restriktivního pásma. (Vycházíme zde z klasického zpoždění efektu měnové politiky 1 až 1,5 roku i odhadů centrálních bankéřů, že nyní je efekt spíše rychlejší.) Navíc, do 2H23 se zřejmě trefí i vyčerpání současného dluhového limitu americkou vládou, načež rozdělený Kongres se tradičně pohrouží do handrkování o jeho navýšení. Vláda na tuto dobu těžko naplánuje novou podporu, v extrémním případě pak může nastat i zastavení zbytných výdajů (to ale nečekáme).

Celkově vzato je z našeho pohledu recese v USA velmi pravděpodobná a větší neznámou je spíše její načasování a délka. Ekonomická data mohou být ještě nějaký čas relativně dobrá, podporovat myšlenku měkkého přistání a tím dál chlácholit trhy. Útlum aktivity však bude nakonec nutný. Ekonomika má sice šanci se recesi vyhnout, ale alternativou by

v tomto případě nebyl odraz vzhůru. Spíše bychom čekali delší období stagnace a nevýrazných ekonomických výkonů. Z pohledu finančních trhů by tento scénář byl možná ještě horší než recese, která by "pročistila vzduch" a umožnila se dívat vzhůru.

Jak rychle odezní inflace?

Inflace v první fázi klesne snadno, dostat ji na cíl bude horší

S ekonomickou aktivitou úzce souvisí také výhled pro inflaci. Ta zřejmě už viděla svůj vrchol a bude se dál snižovat. Ale jak rychle? První pokles z vysokých čísel by měl být poměrně snadný díky ústupu energetické inflace a efektu vysoké srovnávací základny. Se zpožděním se zapojí také slábnoucí realitní trh, který pustí dolů náklady na bydlení. Srazit inflaci ke 4-5 procentům tedy nebude těžké. Další pokles až na cíl se však může protáhnout právě kvůli délce vyfukování přebytku spotřebitelských úspor. Za zásadní ukazatel pro vytrvalost zvýšené inflace, a tedy i pro měnovou politiku, se přitom dá považovat vývoj cen služeb bez bydlení.

Fed a jeho boj s trhy

Fed vs trhy – scénáře pro rychlý ústup inflace i její setrvání

Oklikou se vracíme zpět k Fedu. Jak bylo řečeno, odhadované utahování sazeb zatím není žádný extrém. Například i podle velmi benevolentně nastaveného Taylorova pravidla by sazby měly nyní sahat k 7 procentům. Samotná centrální banka nemíří tak vysoko, protože počítá, že inflace zvolní a ekonomika podstatně zpomalí. A zároveň je tu i snaha vedení Fedu vyhnout se šokové terapii. S inflací by mohli zatočit rychleji za pomoci ráznější restrikce, ovšem zároveň poslat ekonomiku do hlubší recese. Namísto toho podle nás volí zvýšení sazeb na "nutné minimum", kde je následně podrží a postupně nechají restrikci prostoupit ekonomikou, redukovat objem potenciálně inflačních peněz či vychladnout proinflačně působící trh práce.

Tento přístup dává určitou šanci rozložit útlum v čase a teoreticky se i vyhnout recesi, ačkoli se to v historii ve velké většině případů nepovedlo. Zároveň to ale od Fedu vyžaduje výdrž a menší citlivost na zhoršení trhu práce či ekonomiky. Přesně sem míří obvyklá fráze předsedy Powela o tom, že nechce předčasně uvolnit politiku, aby neriskoval návrat inflačního problému.

Jedna statistika k tomu: Během posledních 5 cyklů utahování politiky byly sazby na vrcholu průměrně 11 měsíců, a to Fed neřešil inflaci zdaleka tolik jako teď.

Fed letos nebyl tou silou, která ve finále vždy trhům pomůže. Velké množství investorů v to však stále věří. Prosincové zasedání nastavilo jedno z témat pro budoucí rok, tedy jakýsi boj centrálních bankéřů s tržními hráči o to, kdo má pravdu o

inflačním výhledu. Pokud má pravdu trh a inflace ustoupí rychleji, Fed čeká další názorová otočka, která by vyústila také v rychlejší obrat sazeb směrem dolů.

Problém je, že snížení inflace by velmi pravděpodobně souviselo s horším výhledem pro ekonomiku, respektive s horším průběhem recese. A zároveň se domníváme, že bankéřům z Fedu by trvalo poměrně dlouho, než by se vrátili do své holubičí kůže. Ostatně, jejich příliš dlouhé opomíjení inflačního problému během loňského roku a přerod v jestřáby je jeden z důvodů, proč jim nyní trhy tolik nevěří.

Vzývaná otočka Fedu by možná nebyla taková výhra, jak to vypadá

Podle našeho názoru by Fed k rychlejší otočce potřeboval silný impuls právě ze strany nečekaného zhoršení výhledu či systémových rizik, způsobených dražšími penězi. Pak by byl zřejmě svolný případně tolerovat i mírně vyšší inflaci. To ale není zrovna scénář, který by akciové investory měl naplnit optimismem. Z nastalé situace by však měly profitovat dluhopisy zejména kratších splatností a relativně také růstové akcie vůči hodnotovým.

V souvislosti s možným obratem měnové politiky dodejme statistiku, která taktéž nevypovídá o nějakém býčím signálu onoho pivotu. Podle výzkumu Strategas historicky index S&P 500 po prvním snížení sazeb Fedu ještě výrazně klesl, a to ve všech případech až na jednu výjimku.

Druhou možností je, že pravdu má Fed, tedy inflace je opravdu zakořeněná více a bude třeba ji delší dobu tlumit. V takovém případě čeká naopak hráče na finančních trzích bolestivý ústup od optimismu, který se budoval v letošním 4Q. Jednak by totiž musely výnosy dluhopisů výš (jejich ceny dolů), aby reflektovaly vyšší úroveň sazeb i inflační prémii, spolu s tím by vyvstal nový problém pro růstovou část akciového spektra a zároveň bychom se nezbavili ani problému s recesí. Zřejmě bychom se tak vrátili k preferenci dolaru, hotovosti a defenzivních akciových sektorů.

Těžký rok bez dostatečné podpory

Trhy čeká těžký rok bez dostatečné podpory; obrat trendu bude pomalý

Tak jako tak, směřujeme do roku, kdy se na hlavní ekonomiky chystají nové problémy a (ne)podpora ze strany hospodářské politiky tomu nebude odpovídat. Hlavní zátěž by na akcie měla dolehnout v prvním pololetí, kdy se bude řešit výše zmíněný spor o inflaci. Zároveň jde o období, kdy by trh měl s předstihem reagovat na americkou recesi dál během roku. Po letošním 4Q mají akcie, zvláště ty reprezentující "starou ekonomiku", poměrně velký prostor k negativní korekci. Věříme ale, že se následně začne formovat v trendu hlavních indexů široké U a umožní jim návrat. Od S&P 500 čekáme v celkové bilanci nevýrazný růst na úroveň 4100 bodů.

Píšeme o trendu, ale pásmo, ve kterém se kolem něj bude trh pohybovat, čekáme stále velmi široké. Zůstáváme u současného charakteru pohybu trhu v mohutných několikaměsíčních vlnách. V tomto smyslu je konkrétní cíl závislý nejen na fundamentu či valuacích, ale daleko více než jindy také na načasování. Jinými slovy, roční bilanci určí hlavně to, v jaké fázi vlny nás příští silvestr zastihne.

Ačkoli je možné, že se nakonec akcie zvednou víc, žádné extra výkony nečekáme. Důvodem je tržní prostředí, které nebude zdaleka tak podpůrné jako třeba v roce 2021, kdy trhy lámaly rekordy. A to ani v případě, kdy bychom uvažovali neoptimističtější vývoj klíčových parametrů:

Ani neoptimističtější scénář nezaručí podmínky pro návrat akcií na maxima

Americká ekonomika ani eurozóna nemusí nutně spadnout do recese, ale na návrat růstu o 5-6 pct to opravdu nevypadá. Stejně tak firemní zisky nemusejí rovnou klesnout, ale k vysokým růstovým tempům budou mít extrémně složitou cestu, zvláště když ziskové marže skoro neklesly a těžko mají kam stoupat. Inflace může zmizet a měnová politika obrátit, jenže sazby se nevrátí na nulu a obnovu QE by asi zařídil jen nějaký velmi nehezký šok. Vlády rozhazovaly v posledních letech extrémním způsobem a do značné míry v tom hodlají pokračovat. Vypadá to však, že jsou zhruba na maximu možného. V souvislosti s tím jsou tu valuace akcií, které se vrátily k normálu, ale zpět na vysoce nadprůměrné hodnoty se bez skvělého fundamentálního výhledu či velkého objemu peněz z Fedu a vlád těžko dostanou a udrží.

Nové podmínky podle nás volají po nové strategii. Počítáme, že hlavní akciové trhy budou v nejbližších letech vykazovat podprůměrný růst (S&P 500 od války průměrně roste o 7,5 pct p.a.). Investor, který chce víc, například kvůli stále zvýšené inflaci, bude muset sáhnout po pečlivějším výběru portfolia, jeho častější rotaci, případně po využívání vln, na kterých se akcie v rámci nevýrazného trendu budou vozit. Zároveň je dobré kromě akcií zapojit do hry i dluhopisy.

Evropa má větší problém než Amerika

Evropa je zřejmě už v recesi a čelí dlouhodobějším problémům

Ačkoli jsme se výše věnovali především americké ekonomice, která hlavní měrou rozhoduje o dění na akciovém trhu, za pozornost samozřejmě stojí i další klíčové ekonomické oblasti. V případě eurozóny panují menší pochybnosti o recesi než u Spojených států. Tento měnový blok v recesi pravděpodobně už je a může v ní zůstat po většinu roku. V celkové bilanci ekonomika za rok 2023 podle nás vykáže nejlépe stagnaci.

Velkým negativním faktorem (daleko více než v USA) jsou ceny energií, které se i po poklesu drží výrazně výš než dříve. Velká zranitelnost je v průmyslu, který se dostává nejen pod tlak energií, ale také ztráty ruského trhu, vytlačování z trhu čínského

a zhoršení konkurenceschopnosti vůči USA v důsledku tamních menších nákladů a masivní vládní pomoci.

Eurozóně zůstává velký problém na úrovni veřejného zadlužení, zvláště v kombinaci s růstem úrokových sazeb. Rozpočty jsou napjaté a také takové zůstanou. Tlumení dopadu drahých energií je na dluh a bohužel se nezdá, že by tento problém měl úplně skončit v dohledné době. Vlády budou tlačeny do pokračování současné praxe a zároveň do výdajů spojených s transformací energetiky. Jako dodatečný tlak vidíme pravděpodobné protesty či stávky. Alternativou k dluhovému financování jsou vyšší daně, což je krok, na který nakonec zřejmě také dojde.

Západoevropské akcie horší než americké, zdejší dluhopisy dále nevěříme

Zatímco stávky či daně jsou přímým rizikem pro ekonomiku a firmy, dluhové řešení zase zvedá pravděpodobnost, že se evropské dluhopisy dostanou do nemilosti investorů a rizikové prémie budou muset stoupnout. Není třeba připomínat, že výnosy napříč západní Evropou zůstávají velice nízko a nereflektují ani očekávanou měnovou politiku, natož inflaci či rizikovitost. Z tohoto důvodu ani nadále nejsou v našem investičním hledáčku.

Jedním z důvodů, proč zůstávají dluhopisy tak v klidu, je ECB. Banka má nastavený program, skrze který může zasáhnout v případě, že se financování vlád dostane pod příliš velký tlak. Zároveň se ale banka v prosinci rázně postavila za svůj cíl na tlumení inflace. Její základní sazba by měla stoupnout v roce 2023 na 4 pct, což je ovšem stále pod očekávanou inflací (přes 6 pct). Sledování dvou cílů, tedy nízké inflace a nízkých výnosů, je v jasném rozporu a hrozí vytvořit problém. Může dotlačit ECB k mírnějšímu postupu a tichému tolerování vyšší inflace, případně si může vynutit větší fiskální střídmost. Pro akcie by relativně lepší varianta byla ta první, ovšem na druhou stranu náznak dluhového problému těžko považovat za něco pozitivního. Obětí by každopádně bylo euro.

Z makroekonomického pohledu je potenciál evropských akcií zatížen většími riziky relativně k těm americkým. K rizikům pro nejbližší období je třeba přičíst i relativně vysoké úrovně, kam se ve 4Q letošního roku akcie dostaly. Čekáme proto, že za rok 2023 zdejší trhy v souhrnu vykáží horší výkonnost než jejich americké protějšky.

Čína snad z nejhoršího venku

Čína bude mít výhodu v energiích, hlavní výzvy jsou reality a covid

Třetí z klíčových oblastí je Čína. S trochou štěstí si tato země ekonomicky odbyla nejhorší období v roce 2022, kdy se musela vypořádávat s řadou problémů naráz. Rok 2023 by však měl být ve znamení opětovného zrychlení. Ačkoli i Čínu letos trápila energetická krize, výhledově by měla naopak profitovat z reorganizace světového trhu, kdy může nasávat levné ruské energie hledající odbytiště po zavření evropského a amerického

trhu. Úspěch v příštím roce pak ovlivní také zvládnutí dvou klíčových výzev – korony a realitního trhu.

Ústup od politiky nulové tolerance ke covidu trhy velmi nadchnul, neboť právě rigidní čínský přístup dříve rozbíjel světové dodavatelské řetězce a tlumil domácí poptávku. Jenže podle nás materiální dopad nemusí být příliš výrazný. Informací ubývá, ztrácíme představu o šíření nákazy, náporu na nemocnice a potažmo i dopadu na ekonomiku. Spotřeba podle nás může být pod tlakem kvůli nákaze zrovna tak jako kvůli restrikcím. Další výzvou je pak realitní trh, který se sice vláda snaží různými opatřeními podpořit, ale v podstatě stále brání kolapsu, než aby nastartovala novou konjunkturu.

Ohledně investic v Číně pak můžeme na pozitivní straně zmínit známky, že byrokratický tlak na čínské firmy není dál stupňován a roste šance, že čínské tituly budou moci zůstat na amerických burzách.

Akciové portfolio pro základní scénáře

Makro prostředí je nejisté, ale dá se připravit na oba základní scénáře

Příběhem tohoto roku byla inflace. Příběhem toho nadcházejícího bude nejspíš recese. Ale klíčem k recesi (resp. k její eventuální délce a hloubce) bude opět inflace, resp. postoj Fedu. Zatímco dluhopisy již recesi dávno telegrafují, a soudě dle inverze výnosové křivky neledajakou, akciové trhy stejně jako Fed stále lpí na vzdalující se možnosti měkkého přistání. Dlužno dodat, že dle našeho názoru nebyla tato varianta nikdy příliš reálná. Fedu se to při takhle vysoké inflaci v zásadě nikdy nepovedlo. Jenomže inflace bez recese pravděpodobně hned tak nezmizí, neboť přehřátý pracovní trh je z hlediska setrvačnosti inflace nyní největším problémem. Ergo, recese tentokrát nakonec Fedu vadit nebude.

Pokud jde o budoucnost akciových trhů, co se týče inflace, existují v zásadě dva scénáře. Jak už to bývá, s diametrálně odlišnými implikacemi pro akciová, nebo obecněji investiční portfolia. Za inflačním vrcholem už velmi pravděpodobně jsme díky masivnímu utažení monetárních podmínek v letošním roce, které se v reálné ekonomice projeví se zpožděním (a nejspíš recesí). Jak jsme již zmiňovali, inflace by tedy měla jít dolů. Tady se ovšem dostáváme na rozcestí.

Buď má pravdu dluhopisový trh a inflace bude normalizovat poměrně rychle ruku v ruce s recesí, anebo se nemýlí Fed a ke zkrocení inflace bude potřeba vyšších sazeb po delší dobu, protože normalizace bude v odolávající ekonomice jen pozvolná.

Z historické zkušenosti víme, že recese je celkem spolehlivým zabijákem inflace. Je však otázkou, kde bude mít ve finále Fed svůj práh bolesti. Trhy se v letošních euforických dezinflačních vlnách (léto, podzim) upínají k tomu, že je nízko. Fed se zatím

**Pokud věříte
(dluhopisovému) trhu,
defenzivní sektory
doplníte velkými techy**

naopak tváří odhodlaně, ale jeho kredibilita již viditelně utrpěla. Stačí vzpomenout na listopadové jestřábí vystoupení J. Powella, které trhy přijaly s nadšením. Dlužno dodat, že od jara 2021, kdy začala inflace prudce akcelarovat, má pravdu spíše dluhopisový trh. Fed ho až do letošního léta jen marně honil.

Pokud věříte dluhopisovému trhu, patříte do tábora „nejočekávanější recese“, neboť Fed jen tak pro nic za nic necouvne. Pak byste ovšem měli mít problém se stávajícími tržními odhady korporátních zisků. Ty v příštím roce ještě stále počítají s růstem, byť už velice nízkým. Začátkem roku se odhady pro FY23 pohybovaly ještě těsně pod +10 pct. Průměrný propad zisků během recese přitom padá hluboko do dvojciferných hodnot.

Korporátní sektor zatím celkem úspěšně přenášel cenové tlaky z výroby na koncové spotřebitele oplývající nadbytkem hotovosti a úspor (viz. výše). Jenomže ve zpomalující ekonomice, kde kvůli inflaci zároveň klesá kupní síla obyvatelstva, se to bude reprodukovat jen těžce. Výsledkem by měl být pokles marží (stále poblíž historických maxim), potažmo tržeb, a tudíž i zisků. Skutečné P/E je tak nejspíš o něco výš než aktuálních cca 17x. Jednoduše řečeno, obě hlavní třídy aktiv, tj. akcie i dluhopisy, nyní v cenách indikují, že jsme již za inflačním vrcholem. Ovšem akcie se na rozdíl od dluhopisů recese neobávají.

Jak jsme psali před šesti měsíci v pololetním *updatu* letošního výhledu, soumrak hospodářského cyklu (neboli období 12 měsíců před nástupem recese) historicky přeje energetice, defenzivě (zdravotnictví, běžné spotřebě, utilitám), a trochu překvapivě i růstovým titulům. U defenzivy bychom ještě chvíli setrvali. Všechny tři zmíněné sektory letos celkem pohodlně překonávají index S&P 500 a v recesi by tomu nemělo být jinak.

Případná recese má ovšem zajímavější implikace pro trajektorii monetární politiky. Zatímco Fed si v posledním *dot-plot* grafu maluje poměrně poklidné snižování sazeb poté, co je bude prakticky po celý příští rok držet na cyklickém vrcholu, pohled do historie posledních 70ti let mluví spíše o opaku. Prakticky v každé recesi Fed sazby snižoval velmi svižně. Pravdou je, že v inflačních 70tých letech byla cenou vracející se inflace, což Fed nebude chtít riskovat.

Pokud má ovšem pravdu trh, recese Fed minimálně zastaví, a možná i přinutí obrátit. Pak by ovšem neměly být největším problémem valuace (P), jako tomu bylo letos, nýbrž fundament (E). V takovém případě bychom se vrátili hlavně k profitabilním *blue-chip* IT jménům (Microsoft, Alphabet), reprezentujícím index Nasdaq (také varianta).

Ta se již překvapivě zatřásla i z fundamentálního hlediska, když se první závan recese nečekaně objevil právě v tomto odvětví. Trh to během poslední výsledkové sezóny ztrestal místy až

neuvěřitelnými výplachy vzhledem k dotčeným tržním kapitalizacím. Pokud ovšem skrze sazby přece jenom ustane neutuchající tlak na valuace, možná zbyde prostor si uvědomit, že tyhle velké tržní kapitalizace na úrovni tržeb neklesají, nýbrž stagnují na cca o 40-50 % vyšší základně ve srovnání s rokem 2019. A to jich ještě o zhruba -600 bps zpomaluje silný dolar, který, zdá se, v uplynulých měsících dosáhl stropu; pokud tedy nedojde na systémovou krizi, což si netroufáme predikovat. Ve slábnoucím makro-prostředí ovšem výrazněji pokulháva profitabilita, neboť nákladová disciplína vylétla v době covidové expanze oknem. Trh to patřičně „oceníl“ a mimo akcie srazil i očekávání pro zisky v odvětví. V rámci indexu Nasdaq klesla od začátku roku již o 15 pct. Index je tak paradoxně lépe „připraven“ na případnou recesi než třeba DJIA, u něhož spadly odhady jen o 4 pct. V reakci na poslední výsledkovou sezónu navíc vedení některých gigantů Silicon Valley zázračně znovu našla důraz na nákladovou disciplínu, která se prozatím projevuje zejména propouštěním, což dále zvyšuje riziko recese.

Kýžený pivot Fedu, který by přišel kvůli recesi, ještě nemusí být pro trhy pozitivní. Analogii najdeme třeba v letech 2001-2002. Smysl tak stále dává větší porce hotovosti, která si v průběhu roku dost možná najde svou příležitost. Na rozdíl od let minulých navíc nemusí čekat zadarmo. Dvouletý dolarový bezrizikový výnos na úrovni 4,3 pct obtočí i ve srovnání s rizikovějšími necelými 6 pct (ziskový výnos, *earnings yield*) na indexu DJIA. Krátký konec americké výnosové křivky je přitom solidním zajištěním před eventuální hlubší/systémovou krizí.

Pokud věříte Fedu, sáhnete po energetice

Pokud věříte Fedu, jste v táboře „vyšší po delší dobu“, což mimo jiné znamená jen postupně normalizující inflaci. Zároveň tak nějak implicitně předpokládáte, že k nějaké hlubší recesi, natož systémovému problému nedojde, a pokud budeme mít štěstí, tak ke zkrocení inflace postačí stagnující ekonomika.

V takovém případě by měly mít nadále zastoupení v portfoliu komoditní sektory, zejména energetika, která je podinvestovaná a zároveň jeden ze zdrojů inflace. Díky tvrdé nákladové disciplíně uplynulých let, a to jak z provozního, tak kapitálového hlediska, je nyní energetický sektor schopný generovat opravdu velkorysý cash flow a vykazuje tak lákavé hodnotové atributy v prostředí vysokých úrokových sazeb.

A konečně, přestože to může znít alibisticky, vidíme třetím rokem po sobě prostor pro Berkshire Hathaway, která může plnit v portfoliu hned několik funkcí, od defenzivy přes hodnotu až po diverzifikaci. Letos ostatně překonala výkon indexu S&P 500 o více než 20 pct.

Doporučujeme expozici na obě varianty

S Fedem se prý nebojuje, ale poslední dobou to celkem šlo. Pokud je Fed opět „za křivkou“ a z hlediska inflace hledí do zpětného zrcátka, velmi pravděpodobně způsobí recesi. Její načasování je ovšem dosti ošemetné, neboť ekonomikou stále

prostupuje fiskální a monetární stimul dvou covidových let, což je cítit zejména na bilancích domácností. Fedu tak prozatím nic nebrání dále utahovat.

Subjektivně vnímáme první scénář s recesí jako pravděpodobnější. V portfoliích bychom proto nadvažovali defenzivní sektory a prostor si zaslouží i dluhopisy. Pokud by byla recese dostatečně hluboká a srazila rychle inflaci, čímž by přiměla Fed k otočce, stojí po těžkém letošku opět za hřích index Nasdaq, resp. jeho vybraní (profitabilní) představitelé.

Pokud má ovšem pravdu Fed a ke zkrocení inflace bude potřeba utaženější politiky, paradoxně bez nějaké citelnější recese, dávají v rámci portfolií nadále smysl přirozené akciové inflační *hedge* v podobě komoditních nebo hodnotových segmentů trhu. Ani tuhle variantu nelze v portfoliích opomíjet, neboť jak jsme uvedli výše, s Fedem se nebojuje.

Koruna, dolar, euro

Fundamenty hovoří pro citelné oslabení koruny

Česká měna končí rok o poznání silnější, než jsme čekali. Během letoška na její obranu průběžně zasahovala ČNB, což ovšem není případ konce roku, kdy to není zapotřebí. Aktuální zájem o korunu podle nás neodpovídá jejím horším se fundamentům a čekáme její oslabení.

Problémy pro korunu se odvíjejí od kondice domácí ekonomiky. Ta se zřejmě již nachází v recesi, která se bude protahovat. Jedním ze zásadních bodů je, že se recese odehrává na pozadí útlumu průmyslu, který táhne dolů i silný automobilový sektor. Když k tomu přidáme dražší energie, vidíme propad zahraničního obchodu z přebytků do hlubokých deficitů, přičemž náprava si vyžádá čas. Koruna v zahraničním obchodu přichází o klíčovou podporu, která dlouhé roky znamenala přísun peněz do ekonomiky.

Druhým zásadním bodem je efekt na politiku centrální banky. Právě kvůli recesi je zřejmě ze hry další zvedání úrokových sazeb, takže úrokový diferenciál relativně k eurozóně či USA se bude zavírat v neprospěch české měny.

A když ještě zůstaneme u centrální banky, podle nás bude chtít dělat něco podobného jako Fed, tedy spíše sazby tolik nezvedat a nechat působit déle, než se snažit s inflací rychle zatočit ještě ráznější restrikcí. Vzhledem k tomu čekáme, že sazby na 7 procentech mohou zůstat klidně celý příští rok. Spolu s tím také přetrvá zvýšená inflace, která bude vyprchávat pomalu.

Měny, za kterými stojí důvěryhodná měnová politika, většinou na vyšší inflaci reagují posílením v očekávání vyšších sazeb. Po překročení určité hranice však inflace (tedy vnitřní znehodnocování) měně začne škodit. To může být riziko i pro

Dolar má to nejlepší za sebou, ale jeho ústup ze slávy nečekáme

korunu, zvláště pokud se inflace bude držet výrazně nad úrovní západních zemí.

Koncem roku 2023 čekáme kurz koruny k euru u 25,3. Riziko je vychýlené nahoru, tedy ke slabším úrovním, a to zvláště v případě prudších výprodejů rizika na globálních trzích.

Dolar má na páru s eurem zřejmě to nejlepší za sebou. Ve čtvrtém kvartálu se změnil charakter obchodování a bezmezná preference americké měny je pryč. Investoři překonali silnou averzi k riziku, zároveň se přestala zvedat očekávání pro sazby Fedu, a naopak ECB dokázala trhy přesvědčit, že opravdu míří k měnové restrikci.

Neznamená to, že by dolar byl odepsaný i na další rok, spíše se prakticky jednosměrný pohyb změnil v houpání podle nálady řízené měnovou politikou, strachem z recese a výsledným pohybem akcií a dluhopisů. V případě prodejů rizika by dolar měl být zpátky na koni, aspoň po přechodnou dobu.

Z pohledu eura je určitě významnou vzpruhou ECB, ale naopak velkým rizikem zůstává míra ekonomických problémů či hrozba odlivu peněz z dluhopisů. Prostor pro velké udržitelné zisky euro podle nás nemá a za rok čekáme kurz u 1,07, tedy mírně nad aktuální hodnotou. Odhadovaný kurz dolar-koruna pak vychází na 23,6.

Zhodnocení roku 2022

O inflační tsunami roku 2022 toho bylo napsáno hodně námi i běžnými médii. Rostoucí ceny nadělaly paseku v podnikatelské sféře, domácích i veřejných rozpočtech a samozřejmě také v investicích. Nebudeme tudíž rekapitulovat to, co všichni dobře víme, ale budeme se víc soustředit na naše kroky.

Zrychlující inflace a zvedání úrokových sazeb tlačily hlavní akciové indexy tvrdohlavě dolů po většinu roku. S&P 500 byl v nejhlubším místě dole od začátku roku o 25 %, Nasdaq o 35 % a Dow Jones o 20 %. Jak se však na konci roku začalo objevovat světlo na konci inflačního tunelu, indexy část těchto ztrát smazaly. Především Dow Jones se odrazil k neskutečné 20% rally, a pokud se do konce roku nic nepokazí, zavírat jej bude jen kousek pod historickým maximem.

V druhém pololetí jsme kvůli akcelerující inflaci a zhoršujícím se vyhlídkám pro ekonomiku akcentovali především energetiku a defenzivu. Pokud budeme dělat měření od počátku roku, energetika je se svým 75% nadvýnosem absolutním vítězem, zatímco například zdravotnictví se pyšní 15 %. Od poloviny roku však zřejmě právě kvůli rostoucí hrozbě recese začalo vítězit zdravotnictví, které si za 6 měsíců připsalo 18 % proti 9 % indexu S&P 500 a 5 % energetického sektoru.

Co jsme však trochu podcenili, byla citlivost fundamentu technologických gigantů na hospodářský cyklus. Sice jsme kvůli hrozící recesi správně varovali před expozicí na cyklické sektory, nicméně naše doporučení pro postupné budování pozic v hodnotově naceněném BigTechu narazilo na překážku klesajících korporátních výdajů na reklamu a cloudová řešení. Poslední výsledková sezóna ukázala, že skutečnou schopnost cenotvorby nemá v rukách Microsoft nebo Google ale obyčejná PepsiCo a další členové sektoru běžné spotřeby.

Naše sektorové preference se pak projevily i v konkrétních úpravách seznamu Investičních tipů. V polovině roku jsme zavírali banky a logistiku, přičemž především v druhém případě to bylo se skvělými výnosy (FedEx +90 %, Deutsche Post +60 %). Banky byly trochu slabší, ale v průměru jsme byli pořád nad nulou.

V listopadové úpravě jsme přes iShares 20+ YR TBond ETF vytvořili expozici na obrat ve výnosech, a tedy na růst ceny dluhopisů. Tváří v tvář recesi jsme přidali zastoupení běžné spotřeby v podobě PepsiCo, právě díky překvapivé *pricing power* demonstrované v posledních kvartálních číslech.

Když dojde na zklamání, zřejmě největší frustrací je pro nás Meta Platforms. Nákladová politika, která se urvala ze řetězu, stáhla akcie výrazně níž, než bychom pokládali za možné. Poslední dva měsíce naštěstí dokázaly velkou část ztrát umazat.

Disclaimer

Pro další informace viz <http://www.patria.cz/disclaimer.html>

Patria Finance
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 240
regulovaná ČNB

Patria - Research
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Informace pro klienty skupiny Patria

Původ dokumentu:

Tento dokument je investičním doporučením (investičním tipem) připraveným analytickým oddělením (expertní tým) společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Expertní tým zahrnuje analytiky: Tomáš Vlk, Branislav Soták, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýze podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Datum a čas vytvoření a distribuce:

Datum a čas výše uvedené komunikace je datem a časem dokončení investičního tipu a datem a časem jeho prvního zveřejnění, pokud není uvedeno jinak; je to zároveň odpovídající datum a čas cen, pokud jsou uvedeny v tomto investičním tipu. Investiční tip je vytvořen k datu a času svého zveřejnění, pokud není uvedeno jinak. Investiční tip je aktuální, dokud není vyřazen ze seznamu investičních tipů. Patria Finance se nezavazuje aktualizovat investiční tip v žádný předem určený čas nebo v předem určené frekvenci.

Seznam všech investičních tipů vytvořených Expertním týmem na jakýkoli investiční nástroj či jeho emitenta za posledních 12 měsíců je dostupný [ZDE](#).

Patria Finance bude provádět periodické aktualizace v závislosti na vývoji dané společnosti, jejich oznámeních, tržních podmínkách a dalších veřejně dostupných informacích.

Metoda oceňování:

Expertní tým k vytváření investičních tipů využívá vlastní screening společností z indexů Stoxx Europe 600 a S&P 500, který počítá vážené skóre valuace a výhledu pro růst jednotlivých firem relativně k trhu a také relativně v každém sektoru. Data využívaná ke screeningu jsou z většiny z databáze Bloomberg. Cílem tohoto procesu je prohledat zmíněné indexy z pohledu "mimořádného růstu za rozumnou cenu".

Výstupem je seřazení sektorů a individuálních společností ve 2D prostoru podle jejich relativní hodnoty a růstového potenciálu, což umožní posouzení jejich relativní atraktivity. Společnosti z obou zmíněných indexů jsou prověřovány s využitím sedmi růstových metrik (oček. tržby, oček. EPS, revize EPS za poslední 4 týdny – indikace fundamentálního momenta, oček. provozní marže, oček. zisková marže, oček. změna ziskové marže, RoE) a sedmi hodnotových metrik (oček. EV/tržby, oček. P/E, PEG (P/E k oček. dlouhodobému růstu), výnos volného cash flow, EV/EBITDA, P/B, dividendový výnos).

Výstup je předmětem následného výběru Expertním týmem na základě standardních oceňovacích technik, jako jsou DCF, DDM, porovnávání ve skupině srovnatelných společností (MBV), RoE/CoE, EV/IC ku ROIC/WACC, se zaměřením na zajímavé investiční příběhy a dlouhodobý růstový potenciál. Popis zmíněných standardních oceňovacích technik je k dispozici [ZDE](#).

Především v případě krátkodobých investičních tipů Expertní tým přihlíží také k dalším proměnným, které jsou těžko modelovatelné. Zahrnují momentum (pozitivní/negativní tržní sentiment směrem ke společnosti, projevený v silné tendenci zvyšovat/snižovat expozici), finanční výsledky (zda výsledky povedou ke zlepšení/zhoršení tržních konsenzuálních odhadů), zprávy/události (například o fúzích, akvizicích, projevech vyšší moci, změnách regulace) nebo technické signály (standardní ukazatele jako technická podpora/resistence, prolomení dlouhodobých trendů na grafech).

Investiční tipy Patria Finance jsou principiálně zaměřené pouze na dlouhé pozice, proto v posledních 12 měsících bylo 100 % doporučení ve směru Koupit (tj. očekávaný celkový výnos vč. dividend 5 % a více). Když investiční tip přestane být aktuální, Patria Finance ho vyřadí ze seznamu investičních tipů. Vyřazené tipy včetně celé historie jsou následně dostupné [ZDE](#). K investičnímu tipu se neváže konkrétní zveřejňovaná cílová cena.

Konflikt zájmů:

Investiční tip není připravován v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k vytváření nezávislého investičního výzkumu, a není předmětem zákazu obchodování před vlastní distribucí. I přesto byl tento dokument i další dokumenty připravované Expertním týmem vytvořen v souladu s pravidly pro zamezení střetu zájmů.

Propojené entity a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou uskutečňovat investiční rozhodnutí, která nejsou konsistentní s investičními doporučeními Expertního týmu nebo názory vyjádřenými v daných dokumentech. Investoři by proto měli tento daný investiční tip považovat pouze za jeden z několika faktorů při svých investičních rozhodnutích.

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do střetu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patrie. Doporučení makléřů Patrie či jiných zaměstnanců Patrie, ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na (i) investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem (ii) na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Část analytického týmu vytvářející investiční tipy je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost

Střet zájmů

Patria Finance ani entity ze skupiny KBC nemají žádnou korporátní dohodu s emitentem akcií, na které Patria Finance vydala expertní doporučení, a proto Patria Finance neoznamuje podíl doporučení Koupit/Držet/Prodat (či ekvivalentů) za posledních 12 měsíců a podíl emitentů odpovídající každé z této kategorií, se kterými měla za posledních 12 měsíců vztah v investičním bankovníctví.

Odměna analytiků:

Členové Expertního týmu jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných investičních tipech.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria Finance při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoliv finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.