

Investiční výhled

Výhled na rok 2024

Ekonomika, měny, sazby

Investice, akcie, dluhopisy

Zhodnocení roku 2023

Měkké nebo tvrdé přistání?

22. prosince 2023

Americká ekonomika zůstává prozatím odolná, inflace přesto normalizuje a v závěru roku tak dovoluje benevolentnější výhled pro nastavení finančních podmínek. Po loňské pauze stál letošek znovu na ramenou obrů nyní známých jako tzv. "Magnificent Seven". Scénář pro rok 2024 se bude odvíjet od toho, jestli budou centrální banky uvolňovat spořádaně, nebo pod tíhou okolností. Umíme si představit různé konstelace, které přejí odlišným částem trhu. Volíme proto smíšené portfolio s expozicí jak na růst, tak hodnotu, doplněné dluhopisy.

Shrnutí

- ♦ V zámoří čekáme růst ekonomiky do 1 procenta, eurozóna vypadá na stagnaci
- ♦ Ekonomiky mohou opět překvapit svou silou, ale hlavní alternativou je pro nás zhoršení jejich kondice
- ♦ Úrokové sazby podstatně klesnou jak v Americe, tak Evropě
- ♦ Klíčovou otázkou je ale důvod pro vyhlášený pokles sazeb
- ♦ Americké volby promluví do sektorových preferencí
- ♦ Bezpečnostní situace se jen tak nezlepší, Čína rizikem na obě strany
- ♦ Z nových rekordů by akcie měly příští rok růst podprůměrně
- ♦ Historicky platilo, že očekávaný pokles sazeb bývá na trzích oslavován až do doby, dokud opravdu nepřijde
- ♦ Preferovanou strategií je variace na tzv. *barbell strategy*
- ♦ Koruna má to nejlepší za sebou

Tomáš Vlk
Head of Research
vlk@patria.cz

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

Jakub Blaha
Equity Analyst
blaha@patria.cz

V zámoří čekáme růst ekonomiky do 1 procenta, eurozóna vypadá na stagnaci

Před námi je podprůměrný růst

Už v pololetní aktualizaci našeho výhledu na rok 2023 jsme konstatovali lepší výkon hlavních západních ekonomik, a zvláště v americkém případě u něho zůstalo i v dalším kvartálu. Nyní se zaměříme na možnosti pro příští rok, kam se soustřeďuje pohled hráčů na finančních trzích.

Naším základním scénářem je skromný růst západních ekonomik. V případě USA se kloníme k růstu do 1 procenta, eurozóna bude celkově ráda za stagnaci, přičemž si pravděpodobně projde technickou recesí.

V tomto scénáři pro příští rok odpadá problém s inflací. Už nyní na přelomu roku se dá hovořit o inflaci pod kontrolou a na dosah tolerančního pásma. Za rok se jádrová inflace v USA i eurozóně může pohybovat kolem 2,5 pct. To také umožní v průběhu roku snižovat úrokové sazby.

Růst ekonomiky by měl zůstat hlavně na bedrech soukromé a vládní spotřeby. Počítáme ovšem s tím, že klíčový americký spotřebitel už nebude v takové kondici jako letos. Po vyčerpání peněžního polštáře z covidové éry budou spotřebitelé táhnout útraty na dluh, což už vidíme nyní ve strmě rostoucích úvěrech na kreditních kartách. Podporou bude nadále silný trh práce, jehož ochlazování je velmi pomalé, a realitní trh udržující vysoko ceny a s nimi i pocit bohatství majitelů domů.

Významnou podporu nadále dodává americká vláda a určitě by v tom velice ráda pokračovala i během volebního roku. Zde je ovšem situace komplikovanější, neboť financování rozpočtu je řešeno po kouskách a republikáni ve Sněmovně možná čekají, kdy vládě přiškrtit zdroje, aby ve volbách přiklonili podporu co nejvíc na svou stranu.

Jaké jsou alternativy?

Ekonomiky mohou opět překvapit svou silou, ale hlavní alternativou je pro nás zhoršení jejich kondice

Jednou z alternativ je, že hlavní ekonomiky překvapí svou silou. To se jim podařilo v roce 2023 s podporou divoké karty v podobě teplé zimy. Opakování tohoto scénáře však nevidíme příliš pravděpodobně.

Naopak převládají rizika na negativní straně, která mohou růst poškodit. Úzce souvisejí s tím, na čem má expanze hospodářství stát. Naprosto zásadní roli pak hraje zpožděný efekt měnové restrikce a zmíněný americký spotřebitel.

Americká ekonomika je díky prodloužení úvěrů a dlouhým fixacím hypoték stejně jako díky extra úsporám spotřebitelů a výdajové mánii vlády nejspíš daleko odolnější vůči restrikci Fedu než obvykle. Znamená to, že si udrží odolnost do doby, než restrikce bude

odstraněna? Zatím se zdá, že aspoň zčásti ano, nikoli však úplně. Skrze rolování úvěrů malých a středních firem je už znát, že efekt restrikce nabírá na síle. Čím déle zůstanou hlavní centrální banky se sazbami nahoře, tím bude dopad větší.

Také pozice spotřebitele je ve skutečnosti křehčí než naznačuje dosud dynamický americký hospodářský růst. Západní spotřebitel samozřejmě není stavěný na šetření, ale úspory se tenčí a z rostoucího počtu špatných úvěrů na kreditkách nebo autopůjčkách je vidět, že diskomfort roste. Je to dáno vyššími spotřebitelskými cenami i náklady na obsluhu dluhu. Začátek 2024 bude podle nás důležitým testem, kam až půjde s výdaji zajít, respektive jestli po Vánocích spotřeba neochabne.

Vnější obchod americkou ekonomiku nepovzbudí, už kvůli její velké uzavřenosti, jež efekt přirozeně zmenšuje. Čína se ještě několik let bude vypořádávat s důsledky realitní krize. Opatrný spotřebitel bude držet růst na relativně nižších úrovních, jakkoli to v čínském případě stále znamená opticky velmi pěkných 4,5 procenta. Evropa je více exponovaná na pomalejší čínskou poptávku i její agresivnější konkurenci. Navíc její průmysl dál dusí energetická politika a regulace.

Když to shrneme, hlavní alternativou je pro nás stále sklouznutí nejen evropské, ale také americké ekonomiky směrem dolů.

Směr mírnější měnová politika

Úrokové sazby podstatně klesnou jak v Americe, tak Evropě

Jednoduše řečeno, bavíme se o rychlosti a rozsahu poklesu úrokových sazeb. S naším základním scénářem je konsistentní uvolnění měnové politiky v USA i eurozóně. Obě centrální banky nás na to už ostatně začaly připravovat. Předseda Fedu Powell přispěchal s rétorickou otočkou překvapivě už v prosinci. Přesto, pokud má ekonomika růst a finanční podmínky rychle uvolňují samy trhy, není Fed pod velkým tlakem i přesto, že si chce hlídat reálné úročení.

První snížení sazeb v zámoří čekáme v květnu 2024 a za celý rok by sazby měly klesnout o celý procentní bod. Termín prvního snížení sazeb by u Fedu ladil s historickou zkušeností, kdy v posledních několika cyklech sazby setrvaly na vrcholu tři čtvrtě roku až rok. Prostor pro pokles sazeb by teoreticky byl už dříve, ale i směrem dolů počítáme s tím, že centrální banky notoricky jednájí zpožděně.

V eurozóně budou načasování i rozsah nakonec velmi podobné. Na jednu stranu má eurozóna kvůli slabší růstovým vyhlídkám o důvod víc ubírat na restrikci, na stranu druhou je tu extrémně zpožděná ECB, na jejíž pružnost si neodvažujeme sázet.

Na rychlejší uvolnění měnové politiky Fedu ve větším rozsahu (150 bps) a s počátkem už v březnu jsou nyní nastaveny finanční trhy. Pro nás je to verze odpovídající alternativnímu scénáři se slabou

ekonomikou. Pokud by byly na obzoru problémy signalizované například rychlejším zhoršením na trhu práce či propadem inflace, centrální banky by zareagovaly rychlým snižováním sazeb. To je ostatně při pohledu do historie ten nejtypičtější vývoj, kdy sazby málokdy klesají pozvolna, jak si centrální banky dopředu malují.

Méně pravděpodobná alternativa v podobě rychleji rostoucí ekonomiky by naopak znamenala prodloužení období vysokých sazeb a jejich pomalejší následné snižování. V tomto případě bychom byli svědky něčeho podobného jako v roce 2023: Měnová politika by byla systematicky přísnější, než si trh představoval. To ovšem automaticky neznamená negativní tlak na akcie, které by se mohly chytit lepšího fundamentu. Ostatně i v tomto je rok 2023 náповědou, především tedy jeho první polovina.

Volby v USA – velký návrat Trumpa?

Americké volby promluví do sektorových preferencí

Prezidentské volby v USA jsou jedním z témat, o kterém budeme během roku 2024 číst a slyšet čím dál víc. Momentální nastavení preferencí je takové, že by Donald Trump měl bez větších problémů projít republikánskými primárkami a následně i vyhrát prezidentskou volbu.

Proměnných vstupujících do rovnice je samozřejmě v tuto chvíli ještě celá řada. Neproběhly primárky, není stoprocentně jisté, že demokratickým kandidátem bude prezident Biden atp. A jako jedna z otázek se nabízí, jestli Trumpovo tažení mohou ohrozit probíhající soudní spory.

Je tedy dobré upřesnit, že tyto spory, které se vedou především kolem spiknutí a bránění spravedlnosti, formální překážkou nejsou. Trump může být zvolen i jako odsouzený a formálně vzato by se mohl poté dokonce sám omilostnit (ačkoli o tom se právníci přou). Přesto se mohou soudy ukázat jako velmi důležitý faktor.

Na jednu stranu je Trump může využít v kampani, neboť přitahují pozornost médií. Potenciální nálepka kriminálního pro jeho voliče nepředstavuje problém. Na stranu druhou ovšem může být případná vazba, domácí vězení či další soudní opatření v kampani komplikací. Jde celkově o bezprecedentní případ.

Samostatnou otázkou potom je, zda Trumpovo vítězství má potenciál ovlivnit finanční trhy. Obecně je republikánský prezident pro akcie větší výhra než demokratický. Jenže republikáni už nejsou tím, čím bývali, Trump srazil firemní daně už při minulém mandátu a další takto silnou plošnou podporu mu při bídném stavu rozpočtu ani jeho spolustraníci nejspíš nepovolí. Pravděpodobně by ale proběhly strukturální změny, ze kterých by části trhu profitovat měly. Jde o celkově větší uzavřenost ekonomiky, ještě větší tlak na domácí produkci a ochrannářská opatření hlavně vůči Číně, přesun důrazu od zelených projektů zpět k tradiční energetice či posílení obrany.

Další otazníky pro rok 2024

Bezpečnostní situace se jen tak nezlepší, Čína rizikem na obě strany

Co nás dál bude zaměstnávat, jsou určitě bezpečnostní rizika. Rusko posiluje, a když vidí, jak se vyplácí destabilizovat další oblasti (Blízký východ, Venezuela), bude se v tom činit dál. Západ pod rostoucím tlakem ukazuje své slabiny (nejednota, neochota zasahovat, nezájem veřejnosti, podinvestovanost armád v Evropě, zranitelnost vůči hybridním taktikám...), povzbuzuje tím protivníky a bude čelit rostoucím problémům.

Čína bude údajně připravena na invazi na Taiwan za tři roky, což znamená, že akci může spustit dříve. Pokud v lednových prezidentských volbách na Taiwanu zvítězí kandidát více nakloněný spolupráci s Čínou, trhy to zřejmě ocení s vidinou menšího rizika střetu. V opačném případě může Čína svou nelibost projevit například anexí taiwanských ostrůvků Kinmen a Matsu blízko pevniny nebo prověřit americké spojení další blokadou pod záminkou cvičení námořnictva.

Čína se ovšem může nakonec projevit i jako pozitivní riziko. To v případě, že namísto bezpečnostní hrozby trhy potěší podporou vlastní ekonomiky. Navýšení se může dočkat rozpočtový stimul a pravděpodobně dojde také k dalšímu snížení povinných minimálních rezerv a úrokových sazeb. S ním ovšem musí PBoC postupovat obezřetně kvůli hrozbě pádu jüanu a zhoršení pozice dolarových dlužníků. V základním scénáři ovšem počítáme, že útlum soukromé spotřeby bude mít větší váhu. Více o plánech se dozvíme v březnu, kdy vláda stanoví nový cíl pro růst ekonomiky.

V souvislosti s americkou ekonomikou jsme sice mírnými optimisty, ale nemůžeme nevidět množství signálů, které varují před možným přehozením výhybky negativním směrem. Často zmiňovaný sklon výnosové křivky je jedním z nich. Inverze se v druhém pololetí 2023 výrazně zmenšila, což historicky koliduje se začínajícím propadem ekonomiky.

Nezaměstnanost se lehce zvedla z rekordních minim. Pokud na trhu práce dochází ke zhoršení, většinou je velmi prudké. Postupné ochlazování na neutrální úroveň nezaměstnanosti je balancování na ostří nože a v praxi se příliš nedaří.

Měnová politika pravidelně reaguje pozdě a její dopad přijde ještě později. Současný cyklus zatím není výjimkou. Pokud nyní vidíme, že efekt utažení se nedostavuje, ještě to neznamena, že nepříjde vůbec. Nakonec se může ukázat, že celý trh zpoždění chybně zanedbal. V takovém případě obrat měnové politiky krátkodobě nic neřeší.

Akcie vystartovaly kupředu příliš rychle

Z nových rekordů by akcie měly příští rok růst podprůměrně

Jedna věc jsou výhled pro ekonomiky a spojená rizika, věc druhá potom efekt na finanční trhy, který úzce souvisí s nastavením očekávání.

Jak jsme popsali už výše, počítáme v základním scénáři s pokračující odolností americké ekonomiky, která akcie zajímá zdaleka nejvíc. Tento scénář implikuje pozdější a mírnější uvolňování měnové politiky. Hlavní alternativou je pak nástup ekonomických problémů a rychlejší pokles úrokových sazeb. Naproti tomu je trh nyní nastaven, že z obou scénářů dostane to lepší, tedy slušný hospodářský růst a nízké sazby. Zároveň je znát, že si málokdo připustí, že i po očekávaném poklesu zůstanou sazby restriktivní a jejich tlumící efekt se přenesení za rámec příštího roku.

Optimismus o fundamentu se zrcadlí v konsenzuálních odhadech pro zisky firem v S&P500, které mají po letošním poklesu příští rok stoupnout skoro o 11 procent a rok nato ještě zrychlit. Optimismus o sazbách je pak vidět v preferenci růstového spektra akciového trhu stejně jako ve výnosech dluhopisů apod.

Pozornost nyní míří hlavně k úrokovým sazbám a ceně peněz, ale investoři jsou při býčí náladě připraveni ji přesunout k případným dobrým zprávám o fundamentu. Z tohoto pohledu není velkou hrozbou, kdyby sazby klesly později, pokud zároveň ekonomika pojedou nad očekávání. Trhy jsou obvykle schopné hledět skrz problémy, pokud budoucnost vypadá aspoň o trochu líp.

Největší nebezpečí spočívá v nesouladu mezi oběma složkami optimismu. To v zásadě znamená zprávy o slabé ekonomice v kombinaci s obavami, že brzy nepřijde dostatečná podpora ze strany Fedu.

Americké trhy koncem roku 2023 posouvají historická maxima a směr jim může ještě nějaký čas vydržet. Tempo je ovšem příliš vysoké. Brzdu vidíme na dluhopisovém trhu, kde už klíčový americký 10Y výnos výrazně poklesl a dostal se na úroveň (3,90 pct), kde by se dal čekat až za rok. Také zmiňovaný tržní výhled pro zisky považujeme za příliš vysoký na očekávaný 1procentní reálný a cca 3,5procentní nominální růst amerického HDP.

Z aktuálních úrovní by celkový zisk indexu S&P500 za rok 2024 měl zaostávat za průměrem; předpokládáme posun na 4850 bodů.

Co se týče evropských akcií, ty jsou relativně k USA levné. To platí dlouhodobě, ovšem nyní je valuační mezera výrazně nadprůměrně velká. I přesto Ameriku dál preferujeme. Klíčovým důvodem je, že bez tamního technologického sektoru se nedá držet s trhem krok a

nedá se hrát sázka na růstové tituly, která je už řadu let velmi silným trendem.

Dluhopisy během letoška patřily mezi naše investiční tipy a obstály ve své roli sázky na nižší sazby. V jejich cenách už z velké většiny vidíme to, co od hlavních centrálních bank výhledově čekáme. Nadále preferujeme americké a české dluhopisy, které stále mají své místo v portfoliu. Pro příští rok je ale chápeme spíše jako zdroj diversifikace, respektive zajištění proti horšímu vývoji ekonomiky v alternativním scénáři. Pro dluhopisy zůstává rizikem fiskální politika (velké emise a bobtnání dluhu) i politika měnová (kvantitativní utahování). V případě zhoršení ekonomických vyhlídek však počítáme s jejich rolí bezpečného přístavu.

Dalším pozitivním rizikem pro dluhopisy a částečně i pro akcie je velké množství peněz ležících ve fondech peněžního trhu. S klesajícími sazbami a úročením atraktivita těchto fondů půjde dolů a peníze si budou hledat výnos jinde. Vzhledem k tomu, že by mělo jít spíše o defenzivnější část portfolií, bychom odsud čekali podporu hlavně pro trh státních dluhopisů.

Strategie

Čekání na Godota

Na sklonku starého roku v nás sílí pocit otisknutý do slavného dramatického díla. Pocit marnosti, kdy člověk čeká na něco, co nepřichází. Třeba na Fed, který bude znovu čitelný a předvídatelný. Nebo na recesi, která je dlouho dopředu telegrafována celou plejádou indikátorů. Americká ekonomika ovšem jako by si toho nevšimla a zatím zvesela roste 5% anualizovaným tempem (3Q23).

Trh mezičasem úplně rezignoval na eventualitu recese, a naopak euforicky slaví další epickou a velice překvapivou otočku Fedu. Jen pár měsíců poté, co si Fed naordinoval v rámci cyklu pauzu, přičemž nevyloučil ani další utažení, a zároveň dokola horlivě ujišťoval, že sazby zůstanou poblíž vrcholu po delší dobu (podle předposledních *dots* až do konce příštího roku), přichází dokonalý obrat. Trh (zejména ten dluhopisový) prý odvedl kus práce za Fed, inflační problém je tímto vyřešen, počítá se přinejhorším s měkkým přistáním, a tak lze v příštím roce uvolňovat. Konkrétně třikrát. Jenomže finanční trhy jsou opět před Fedem a do očekávání již zahrnují hned 5-6ti násobný pokles sazeb v příštím roce. Výsledkem překvapivě holubičích posledních dvou zasedání je prudké uvolnění finančních podmínek, které poznačilo závěr roku mohutnou rally na akcích i dluhopisech. Rada guvernérů se tržní euforie zřejmě zalekla, neboť z Fedu už znějí hlasy, které poněkud relativizují vyznění posledního zasedání. S velkou pravděpodobností ale můžeme říct, že jsme v rámci stávajícího cyklu definitivně za vrcholem a další cesta pro úrokové sazby povede směrem dolů.

Sazby půjdou dolů, ale z jakého důvodu

Klíčovou otázkou pro příští rok ovšem zůstává důvod pro vyhlížený pokles sazeb. Prostředí normalizující inflace a kladného hospodářského růstu obvykle akciím přeje. Přestože drtivá většina

finančních trhů nyní opět sází na měkké přistání, historicky jde spíše o vzácnou zkušenost (jednou se to povedlo v 60tých, jednou na začátku 80tých a pak v 90tých letech). Empiricky víme, že centrální banky bývají notoricky opožděné, tj. začnou zvedat příliš pozdě a pak drží politiku utaženou příliš dlouho. V kontextu akciových trhů to obvykle znamená, že trh vydrží v býčím trendu prakticky až na vrchol sazeb a láme se až s jejich poklesem. Jinými slovy, očekávaný pokles sazeb bývá na trzích oslavován až do doby, dokud opravdu nepřijde. Fed, a obecněji centrální banky, totiž obvykle mívají představu, že budou podmínky uvolňovat spořádaně, ale v realitě se tak povětšinou děje pod tíhou okolností, kdy jsou už na obzoru ekonomické problémy. A protože patříme do tábora, který i přes tržní konsenzus stále vidí nenulové riziko recese, přistupujeme i ke výhledovému uvolňování monetární politiky s jistou dávkou skepse.

Plošně na úrovni trhu ostatně až tak moc prostoru nevidíme (viz. výše). Dolarový peněžní trh stále nese přes 5 % p.a., krátký konec výnosové křivky přes 4 %, dlouhý lehce pod 4 %. S valuací na úrovni přibližně 20x očekávaných zisků (index S&P 500); ty přitom mají růst o velkorysých 11 % ročně; je akciová riziková prémie (*equity risk premium*) stále příliš nízká a mnoho manévrovacího prostoru tudíž nezbyvá. Evropa je na tom tradičně valuačně lépe, ovšem s horšími ekonomickými vyhlídkami.

Nečitelný Fed

A tak nám v příštím roce nezbyvá nic jiného, než návrat k starému dobrému *stock-pickingu* (výběru jednotlivých akcí). Namísto letošního nahánění bety budeme v příštím roce pronásledovat alfu. Pozornosti věnované na makro a Fed bylo stejně letos přespříliš. Ekonomika se ukázala být daleko odolnější, než kdokoli loni touhle dobou předpokládal, a Fed byl všechno jen ne čitelný. Celoroční ujišťování o měkkém přistání třeba v září vystřídalo překvapivé přiznání J. Powella, že to nebylo nikdy základním scénářem. Nyní již naopak s recesí opět nikdo nepočítá a americká ministryně financí Yellenová celkem nepokrytě a sebevědomě tvrdí, že nevidí sebemenší důvod, aby byl návrat k inflačnímu cíli poznačen recesí.

To vše od kdysi slovatné autority, která se v roce 2020 dušovala, že sazby nezvedne až do letošního roku, načež se až do loňska snažila trhy přesvědčit, že inflace je pouze „tranzitorní“, což ji nechalo daleko „za křivkou“, načež bylo potřeba reagovat jedním z nejagresivnějších monetárních cyklů v historii, aby trhy teprve na podzim nakonec přesvědčila, že normalizace inflace si vyžádá vysoké sazby po delší dobu (minimálně do konce příštího roku), což střídá vánoční otočka, která volá hned po trojím snížení.

Případová studie s nádechem hořkosti

My jsme důvěru k Fedu na podzim odnesli nejslabším updatem našich *Investičních tipů* za celou jejich desetiletou historii. Prakticky celý rok jsme lavírovali mezi tím, jestli věřit Fedu (měkké přistání, „*higher-for-longer*“) nebo dluhopisovému trhu (recese, výhledově nižší sazby). Když jsme my i trh (soudě dle výletu dlouhých sazeb až k 5 %) konečně uvěřili oficiálnímu narativu z Fedu, přišel

několikrát zmiňovaný překvapivý obrat, který spustil na trzích předvánoční nákupní horečku. Pro nás bolestivou případovou studií je v tomto kontextu nejslabší doporučení letošního roku, tj. Enphase Energy. Díky svému růstovému profilu a prémiové valuaci titul nejdřív v létě trpěl pod tíhou rostoucích výnosů, které posléze postihly i poptávku po rezidenčních investicích. Cyklus tak někdy v létě nečekaně tvrdě narazil do zdi, načež se ve skladech nakupily zásoby. S nižšími úroky, a tudíž i dnem cyklu daleko za horizontem letošního roku jsme se s těžkým srdcem rozhodli pro uzavření doporučení v hluboké ztrátě. Zákon schválnosti ovšem zafungoval dokonale a záhy poté přichází do Fedu a na trhy obrat. Ne že by nastal obrat v cyklu, Enphase v týdnu oznámila 10% propouštění a ukončení provozu ve dvou zasmluvněných závodech, ale s čerstvou vidinou nižších sazeb je trh najednou ochoten ocenit očekávané peněžní toky daleko velkoryseji, nehledě na slabší fundament. Valuace (měřená P/E poměrem) vzrostla za poslední zhruba dva měsíce na více než dvojnásobek.

Ohlédnutí za letoškem

Když už jsme u sazeb, naše letošní doporučení prezentována v rámci *Investičního výhledu* a jeho pololetního updatu fungovala překvapivě dobře. Ovšem ne díky výnosům, spíš jim navzdory, což se v podstatě dá říct o celém trhu. Ale hodně záleží od regionální perspektivy. Převaha bankovního sektoru na evropských trzích např. znamenala, že se díky rostoucím výnosům na zdejších trzích dařilo i hodnotě jakožto investičnímu faktoru, který jsme začátkem roku zmiňovali ve *Výhledu* i v rámci *Tématu k Investičním tipům*. V USA by ale investor letos s hodnotou nepochodil, a to i přes nárůst výnosů. Naopak, s (pouhou) trochou nadsázky se dá říct, že nebýt letos v americkém velkém techu (jmenovitě tzv. Mag7), kde úradovala #AI, akciový investor v podstatě neměl šanci porazit trh. Profitabilní velké techy byly jedním z hlavních motivů loňského *Investičního výhledu*. V průběhu roku jsme pak nakonec velmi úspěšně zavřeli doporučení na Metě, polovina z Mag7 v *Investičních tipech* stále přebývá.

V pololetním updatu jsme se začali přiklánět na stranu Fedu a subjektivně o něco pravděpodobnější měkké přistání jsme doporučovali odehrát přes částečnou rotaci k levnějším cyklickým titulům. V prostředí vysokých úrokových sazeb jmenovitě k bankám. I toto doporučení zafungovalo velmi dobře, a opět spíše sazbám navzdory. Valuační potenciál bank paradoxně odšpuntoval až propad výnosů, který zmírňuje tlaky na pasivní stranu bilance (resp. depozita), a zároveň snižuje nemalé účetní ztráty na knihách bank plynoucích z *mark-to-market* přecenění zejména státních dluhopisů a hypotečních zástavních listů držených v bankovních portfoliích. Jak evropský (SX7P Index), tak především americký bankovní sektor (KBWB Index) díky tomu v druhém pololetí více než dvojnásobně poráží příslušný akciový benchmark. Americký bankovní sektor si dokonce v prostředí klesajících výnosů (!) nezádá ani s letošní investiční hvězdou Nasdaqem 100.

Rovnovážné portfolio složené z toho, co máme aktuálně v *Investičních tipech*, by za letošek přineslo investorům celkové zhodnocení atakující 30 %. Celkově tak můžeme být s rokem relativně spokojeni, neboť index S&P 500 doposud posílil (hlavně díky Mag7) o 24 % a Stoxx Europe 600 „jen“ o 11 %. Úplně spokojeni ale nejsme, neboť solidní průměrná výkonnost byla vykoupena několika vysoko-profilovými flopy, přičemž si v rámci *Investičních tipů* místy stále neseme dědictví vrcholu mánie z roku 2021. Příkladem budiž nejlepším letošním titulem z *Investičních tipů*, Palantir Technologies, který přidal přes 170 %, ovšem od zařazení v roce 2021 je stále přes 30 % v minusu. Hned za ním jsou třeba AMD (+119 %), Amazon (+79 %), nebo Stellantis (+75 %). Na opačné straně spektra stojí třeba Alibaba, nebo PayPal, oba letos shodně po -17 %.

Variace na tzv. *barbell strategy*

Pro příští rok si umíme představit různé konstelace, které nahrávají odlišným částem trhu. Měkké přistání s nižšími sazbami by se pravděpodobně líbilo růstu (soustředěný zejména pod hlavičkou IT), ale nejspíš také cyklické hodnotě, v rámci níž to v posledních týdnech potvrzuje zejména finanční sektor, který by případně neměl mít problém ani s návratem *higher-for-longer* narativu, pokud to výrazně neohrozí vyhlídky pro hospodářský růst. K hodnotovým sektorům můžeme stále přičítat i energetický sektor, který je ovšem citlivý na současná geo-politická rizika a v průběhu roku pak taky směrem k americkým volbám. Eventuální recese by se samozřejmě naopak nezamlouvala cyklickým částem trhu a prostor by dostala defenziva, stejně jako dluhopisový trh. Ve hvězdách je v takovém případě výkon tahouna letošního roku, tj. amerického big techu, který je i na své poměry už teď naceněn dosti prémiově, je přece jenom cyklický, i když generovaný cash flow se poslední dobou chová dosti defenzivně.

Po letošním marném čekání na Godota si z těchto scénářů netroufáme vybírat, tudíž bychom do nového roku vstupovali se smíšeným portfoliem, které reflektuje všechny, nebo alespoň většinu alternativ budoucího vývoje. A protože je situace na finančních trzích taková, jaká je, vracíme se v roce 2024 k základům, což v našem případě znamená *stock-picking*. Nová doporučení budeme v průběhu roku tradičně zveřejňovat v rámci *Témat k Investičním tipům*.

I měny jsou v zajetí úrokových sazeb

Negativní rizika pro korunu a eurodolar dál v pásmu

Vstupujeme do roku, kdy úrokové sazby budou klesat jak v ČR, tak i eurozóně a USA. Předpokládáme, že toto téma bude zásadní pro vzájemný pohyb jednotlivých měn. V případě české koruny je sice naším výhledem stagnace u 24,50 za euro, ale převažuje riziko slabšího kurzu hlavně v první půli roku.

Stejně jako byla ČNB mezi prvními bankami, které sazby zvedaly a koruně to tehdy pomohlo, nyní je mezi prvními, které sazby snižují. Zvláště pokud se očekávaný termín uvolnění měnové politiky ECB

a Fedu bude oddalovat, koruna se může dostávat pod tlak. Stejně tak jsou rizikem zprávy z domácí ekonomiky, které podle nás budou upevňovat trend sazeb ČNB směrem dolů.

Eurodolar se pohybuje zhruba v mantinelech 1,05 až 1,12, přičemž trh předpokládá pro příští rok směřování k horní hranici. Pro nás to ovšem zůstává právě jen hranice, od které by se kurz měl případně odrážet směrem dolů. Euro může těžit z nízké averze k riziku na trzích, která je však vrtkavá a pro příští rok je tu řada faktorů, které ji budou narušovat. Zároveň je pro euro zátěží chatrnější kondice ekonomiky eurozóny. Atraktivita dolaru trvá pro případ ekonomických problémů. Zároveň nečekáme, že by ECB nenásledovala směr politiky Fedu, či dokonce docílila kladného úrokového diferenciálu, který by umožnil euru podstatněji zisky.

Ropa

Rok 2023 přinesl na trh s ropou bezprecedentní volatilitu, z velké části poháněnou algoritmickými obchodníky, zejména poradci pro obchodování s komoditami (CTA). Tato skupina, přestože představuje pouze menšinu trhu, se podílela na čistém objemu obchodů z téměř 60 %. Jejich aktivita, společně s geopolitickými nejistotami, například v kontextu války na Blízkém východě nebo eskalací mezi Venezuelou a Guyanou, vytvořila prostředí, kde tradiční fundamenty trhu byly často zastíňovány spekulacemi.

Přestože hrozba recese stále visí ve vzduchu, poptávka po ropě vykazuje překvapivou odolnost. V USA se poptávka udržuje silná, přičemž zvláště nárůst spotřeby leteckého paliva naznačuje postupný návrat k normálu. Ačkoli letecká doprava představuje jen malý podíl na celosvětové spotřebě ropy, očekává se, že by letecké palivo mohlo představovat 40 % z celkového nárůstu poptávky po ropě, který v letošním roce bude celosvětově činit 2,3 milionu barelů denně (bpd). V Číně, i přes pomalejší růst, existují známky zlepšení. Vývoj v čínské osobní a letecké dopravě, ačkoliv zůstává pod předpandemickými úrovněmi, naznačuje možný postupný vzestup v roce 2024.

Celosvětová poptávka po ropě se v roce 2024 pravděpodobně zvýší o 1,3 milionu barelů denně (mbd) oproti předpokládanému růstu o 2,3 mbd v roce 2023, a to díky mírnějšímu růstu reálného světového HDP. Dojde však ke značným rozdílům, neboť poptávka ve vyspělých ekonomikách pravděpodobně lehce poklesne v důsledku utlumeného růstu a přechodu na elektromobilitu. Tento pokles poptávky pak bude více než kompenzován poptávkou po ropě v rozvíjejících se ekonomikách, kde by HDP mohl v příštím roce vzrůst o 4 % a tím i zvýšit poptávku po této surovině.

Hlavní otázka pro rok 2024 je, zda nárůst poptávky bude doprovázen adekvátní nabídkou. Významnou roli zde budou hrát producenti jako OPEC, břidlicový sektor a Rusko. Není vyloučeno, že by se ke konci roku 2024 ceny nemohly dostat přes 80 dolarů za

barel, podmíněno disciplinovaným dodržováním kvót OPEC+ a reakcí na geopolitické události.

Dále se očekává, že další dodávky ropy v příštím roce budou pocházet především ze zemí mimo OPEC+. Největší podíl na tom budou mít hlubinné projekty v Brazílii a Guyaně a břidlicová těžba v USA. Hlavní ropné společnosti působící v guyanských vodách agresivně pokračují v těžebních plánech navzdory hrozbám Venezuely, že v rámci eskalujícího pohraničního konfliktu převezme kontrolu nad regionem. V roce 2024 můžeme dále očekávat, že OPEC+ bude pokračovat v omezování těžby s cílem podpořit ceny ropy, ačkoli dodržování stávajících dobrovolných omezení těžby vázne.

V roce 2024 země mimo OPEC+ pravděpodobně zvýší celosvětovou nabídku ropy zhruba o 1,3 mbd. Tato zvýšená nabídka by měla přesně odpovídat růstu poptávky po ropě. Nutno však říct, že nová těžba v USA zjevně ztrácí na dynamice kvůli opatrnosti těžařů s kapitálovými výdaji. Těžba ropy z břidlic v USA totiž od srpna prakticky stagnuje, zatímco pokračující investiční disciplína amerických společností naznačuje, že rychlé výrazné oživení je nepravděpodobné.

Aby trh s ropou zůstal v rovnováze, bude muset kartel OPEC+ udržet současnou úroveň produkce. To bude znamenat prodloužení současných dobrovolných škrťů. Nárůst produkce zemí mimo OPEC+ zřejmě vyvrcholí na konci roku 2024, čímž by se globální rovnováha nabídky a poptávky po ropě do konce příštího roku měla překlomit do mírného převisu nabídky.

V souladu s tím lze odhadovat, že ropa Brent se na začátku roku 2024 může krátkodobě přiblížit hranici 90 USD za barel díky zvýšené poptávce v rozvíjejících se ekonomikách v čele s Čínou. Poté mírný převis nabídky pravděpodobně stlačí barel ropy Brent k 80 USD. Hlavními riziky tohoto scénáře jsou vyšší a dřívější než očekávané dodatečné dodávky ze zemí mimo OPEC+ a slabší čínský hospodářský růst a také eskalace konfliktu mezi Venezuelou a Guyanou.

Zhodnocení roku 2023

Vstup do roku 2023 byl poznamenán očekáváním hospodářské recese po roce negativního výkonu akcií i dluhopisů. Loni touto dobou předseda Jerome Powell prohlásil, že Fed bude držet kurz zvyšování sazeb, dokud nebude práce hotova. Inflace sice zpomalovala, ale stále byla na zvýšené úrovni a trh práce byl značně napjatý. Uprostřed toho panovala nejistota ohledně budoucího ekonomického vývoje, neboť rekordní počet CEO uvedl, že očekává v roce 2023 v USA recesi. Následoval krach několika regionálních bank, drama ohledně dluhového stropu a geopolitické nepokoje.

Dnes se inflace v celém vyspělém světě pohybuje na mnohem příznivějších úrovních, to vše při zachování ekonomického růstu. Recese, které se mnozí obávali, zatím nenastala. Toto prostředí podnítilo Fed k tomu, aby na svém posledním zasedání v roce 2023 oznámil obrat ve své politice. Tvůrci monetární politiky v USA po novém uvádí, že pro příští rok počítají hned s trojnásobným snížením úrokových sazeb. Pro variantu klesajících sazeb/výnosů jsme před rokem doporučovali růstové akcie před hodnotovými. Tento tip vyšel na výbornou, přičemž růstové akcie fungovaly díky Mag7 (zprostředkovaně tedy díky nástupu AI) paradoxně i v prostředí rostoucích výnosů. Takhle rychlý návrat indexů na historická maxima ovšem nepředpokládal ani náš nejoptimističtější scénář.

Zatímco trh zaceňuje první snížení sazeb až v březnu příštího roku, výnosy desetiletých amerických státních dluhopisů jen od konce října sestoupily o 20 % z 5 na 4 procenta, nejnižší od 1. července, zejména díky nižší než očekávané inflaci a holubičí otočce Fedu. To zapříčinilo, že akcie vysoce růstových nebo spekulativních společností rostly o vyšší desítky procent a spousta investorů naskočila na FOMO (tzv. fear of missing out) vlnu naposled viděnou za dob Covidu.

V Evropě bylo velkým strašákem zvýšení cen energií a také veřejné zadlužení, zvláště v kombinaci s růstem úrokových sazeb. Evropské akciové trhy ale končí rok také ve značně lepší kondici, než se očekávalo. STOXX Europe 600 zaznamenal nárůst o 11,3 %. Za pozitivním výkonem stojí různé faktory v jednotlivých zemích. V Itálii a Španělsku to byl výkon velkých domácích bank, v Německu zase skokový růst akcií SAP a dalších velkých společností. Ve Francii se dařilo cyklickým akciím jako Air Liquide či Schneider Electric.

Jedním z rysů evropských finančních trhů v roce 2023 byla divergence mezi ekonomikou a trhy. To platí zejména pro Německo, největší evropskou ekonomiku, která zažila technickou recesi s poklesem HDP o 0,4 %, ale její akciový trh patřil mezi nejvýkonnější v regionu.

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 analytiku: Tomáš Vlk, Branislav Soták, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby než 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 informací.

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, projevový 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 nevztahuje 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 veřejně 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 bankovnictví. 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.