

Investiční výhled

Výhled na 2H 2024

Ekonomika, měny, sazby

Investice, akcie, dluhopisy

Zhodnocení 1H 2024

Politika se dere na scénu

4. července 2024

Během prvního pololetí se postupně ukázalo, že v rámci roku 2024 sklouzáváme k našemu druhému alternativnímu scénáři se silnější ekonomikou a pomalejším uvolňováním měnové politiky. Akciové trhy zároveň pokročily dál výrazně nahoru a nechaly naše předpoklady mírného růstu v prachu za sebou jakožto zbytečně opatrné. Lepší ekonomické výkony však nebyly rozhodujícím faktorem za akciovým růstem, respektive pomohly jen z menší části. Klíčem k úspěchu se ukázala schopnost investorů nacházet zdroje optimismu ve třech klíčových oblastech a podle potřeby mezi nimi přecházet. Pro druhé pololetí se nabízí nové zásadní téma – politika – a pro celkový výkon akcií bude rozhodující, jestli zafunguje jako nový pilíř růstu, nebo spíše zdroj dodatečného rizika.

Shrnutí

- ♦ Z trojice fundament, sazby a AI si akcie zatím umějí vybírat to nejlepší a umělá inteligence dokáže zastínit makro témata
- ♦ Úrokové sazby zůstaly na vrcholu déle, trhům však stačí udržení výhledu směrem dolů
- ♦ Francie se začátkem léta stará trhům o zábavu, stres by však měl pominout
- ♦ Trump znamená problém pro rozpočet či zahraniční obchod, bude se však snažit o růst akcií
- ♦ Pro výkon akciových trhů bude určující úspěch několika „AI firem“ a míra promítnutí rizik
- ♦ Směr pravděpodobně zůstane stejný, ale tempo udržitelné není
- ♦ Doporučovaný barbell alespoň drží krok s trhem, ale jenom díky rizikové složce, tj. IT sektoru
- ♦ Koruně by měla pomoci až mírnější politika ECB a Fedu. Eurodolar potřebuje k opouštění pásma silný podnět

Tomáš Vlk

Head of Research
vlk@patria.cz

Branislav Soták

Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

Jakub Blaha

Equity Analyst
blaha@patria.cz

Tři pilíře růstu

Z trojice fundament, sazby a AI si akcie zatím umějí vybírat to nejlepší

První pololetí na akcích výrazně překonalo očekávání. Růst stojí na třech hlavních pilířích, které by ale samy o sobě nestačily. Klíčová je podle nás schopnost investorů hledat v rámci témat to, které aktuálně dodává příznivé zprávy.

Třemi zmiňovanými pilíři jsou měnová politika, fundament, a především AI. Ostatně, za letošním růstem S&P500 stojí prakticky jen sedm největších technologických firem.

Co se týče fundamentu, o odolnosti americké ekonomiky se ujišťujeme už delší dobu a výhledy pro letošní růst jejího HDP postupně stoupaly. Za půl roku se konsensus posunul z 1,5 na 2,4 procenta. Dosažitelnost takového výkonu ovšem hodně visí na spotřebiteli, na kterého se hodně sázelo, ale jehož kondice se v posledních měsících ukazuje jako slabší. Na další vylepšování odhadů to tedy momentálně nevypadá, spíše jsme viděli dosažení jejich vrcholu. Rovněž výkon ekonomiky v 1Q byl postupně revidován k horšímu, a to právě kvůli horší dynamice soukromé spotřeby. Firemní výsledkovou sezónu za stejné období můžeme hodnotit jako průměrně úspěšnou.

Evropská ekonomika začala vysílat optimističtější signály než na přelomu roku. Tržní odhady pro růst HDP eurozóny se posunuly z 0,5 na 0,7 pct. Pomáhá silnější soukromá spotřeba vedle stále aktivních vlád. Za rizikový považujeme hlavně zahraniční obchod. Překvapivé zhoršení PMI v červnu ale říká, že jsme se také možná dostali někam k vrcholu, co se týče růstových vyhlídek.

Také výhled čínské ekonomiky se během prvního pololetí vylepšil. Aktuální odhad růstu HDP na 4,9 pct prakticky odpovídá vládnímu cíli, který před půlrokem vypadal příliš optimisticky. Pravdou však je, že vláda sama jde cíli naproti hromaděním podpůrných opatření. Postupně přidala i výdajový balík za bilion CNY, a především plán na stabilizaci realitního trhu skrze nákupy nemovitostí místními samosprávami.

Úrokové sazby zůstaly na vrcholu déle, trhům však stačí udržení výhledu směrem dolů

Jako druhý pilíř fungují úrokové sazby, což může znít paradoxně, jestliže měnová politika zůstává restriktivní daleko déle, než se čekalo. Úspěch ale tkví v selektivnosti reakcí investorů. Zatímco posouvání očekávaného termínu snížení sazeb dál do budoucnosti většinou neznamenal velký problém, v případě potvrzení směru dolů jsme vidali nadšené reakce.

Momentálně se hraje o to, jestli Fed začne snižovat sazby v listopadu, nebo už září. Inflace vypadá na dobré cestě, takže nebude překážkou. A to je nakonec daleko podstatnější než výsledný termín. Pokud zůstává výhled sazeb směrem dolů, jsou trhy připraveny Fedu odpustit i případné delší otálení s akcí. Jediný

zádrhel by představovala pochybnost, zda sazby opravdu klesnou, ale tento problém momentálně není na stole.

Historie naopak vybízí k ostražitosti v době, kdy Fed přistoupí ke snížení. Ačkoli mají centrální banky obvykle naplánováno pozvolné uvolňování politiky, v praxi jde většinou o rychlý postup pod tlakem horšících se podmínek v ekonomice (či finančním systému). Pokud je na obzoru vážný problém, akcie padají společně se sazbami. Bylo tomu tak i v posledních třech případech, tedy při prasknutí dot-com bubliny, velké finanční krizi i při covidu.

Evropská centrální banka začala cyklus uvolňování politiky v červnu, čili došlo na „nemožné“ a začala dříve než Fed. Podle nás částečně nedopatřením, když se slovně vehnala do pozice, z níž nešlo couvnout. Řešením je, že si nyní vybere na několik měsíců přestávku. Pokračovat by měla nejdříve v září už proto, že nebude chtít kráčet příliš před Fedem. Do konce roku by měla stihnout snížit sazby ještě dvakrát.

Umělá inteligence dokáže zastínit makro témata

Třetím pilířem je umělá inteligence. Vlna zájmu, která proběhla v prvním pololetí, se nesla hlavně v duchu investic do budování AI infrastruktury, kde hlavní roli hrají čipy a datacentra. Postupně se pozornost přesouvá k vlastníkům velkých dat, zdrojů na vývoj SW a široké klientské základny, což jsou velké techy. A díky obrovské váze těchto společností šlo ve výsledku o rozhodující růstový příspěvek pro S&P 500. Nákupní apetit investorů občas ztratí dech, jako třeba nyní na přelomu pololetí spolu s vysokými valuacemi. Silný fundament však zatím dokázal posouvat AI horečku dál. Co trhy předvedou v druhé půlce roku, bude hodně záležet právě na síle tématu umělé inteligence.

Volby ve Francii

Francie se začátkem léta stará trhům o zábavu, stres by však měl pominout

Politických témat bychom našli víc, ale hlavní události se rýsují dvě: aktuální parlamentní volby ve Francii a listopadové volby prezidenta a Kongresu v USA.

V prvním kole francouzských parlamentních voleb vyhrála RN (Rassemblement national Marine Le Penové) s více než 33 procenty před levicovou NFP a Společně pro republiku současného prezidenta Macrona. Druhé kolo proběhne 7.7. a rozhodne o budoucí podobě Národního shromáždění. Variantami jsou pro nás nadpoloviční většina pro RN nebo rozdělený parlament bez většinového uskupení, přičemž první kolo dává o trochu větší šanci té druhé možnosti.

Z pohledu finančních trhů jsou hlavní hrozbou neudržitelné veřejné finance. Jim nahrává právě program RN (ale i levicové NFP). Příklad Velké Británie před dvěma lety ukázal, že proti rychlému zhoršení na dluhopisovém trhu není imunní ani velká zavedená ekonomika. Na druhou stranu RN přetvořená z původní Národní fronty postupně obrušuje radikální hrany a s vidinou vlády míří k mainstreamu.

Podle nás bude muset případně postoupit dál a slevit ze svých plánů. I tak se dá čekat tlak na navýšení deficitu, kterému ani prezident Macron, úřadující ještě asi 3 roky, nemá možnost bránit. Prezidentovy pravomoci jsou sice poměrně velké, ale kromě jednoho vrácení návrhu zpět parlamentu nemá možnost zákony blokovat.

Finanční trhy se tváří, že preferovanou možností je ta druhá, totiž dolní komora, ve které nepřevládne ani jedna z frakcí a kde se budou zájmy navzájem třístit. Velká výhra by to přitom také nebyla. RN a NFP budou mít problém se shodnout na řadě věcí, ale určitě ne na zrušení důchodové reformy a navýšení výdajů. Bylo by to tedy z pohledu státních financí jen o trochu menší riziko.

Pokud se nároky příští vlády na rozpočet umírní a nervozita investorů otupí, může téma voleb na trhy dopadat poměrně málo. A jestli politici budou moc tlačit na pilu, nakonec by mohl zafungovat střet s tržní realitou tak jako v Británii. Prudké zdražení dluhové služby i nových zdrojů by nakonec donutilo vládu ustoupit, případně i díky tlaku ECB, jejíž pomoc by mohlo v průběhu aktivovat. Francie nám tedy může přichystat zajímavou první půlku července, ale sázíme na přechodný stres.

Další ekonomické i politické důsledky budou dlouhodobějšího rázu, což trhy typicky moc nezajímá. Konec konců, v samotném vyhlášení voleb vidíme hlavně Macronovu dlouhodobou hru, jak zabránit RN současně ovládnout parlament i pozici prezidenta a jak mezitím částečně konfrontovat její návrhy s realitou.

Volby v USA – příprava na Trumpa

Trump znamená problém pro rozpočet či zahraniční obchod, bude se však snažit o růst akcí

Téma prezidentských voleb v USA jsme nakousli už před půl rokem. Mezitím byl bývalý prezident Trump odsouzen za falšování výkazů (plus další desítky přečinů v rámci kauzy držhubného), což ale jeho atraktivitu u voličů spíše podpořilo než naopak. Následně mu Nejvyšší soud zajistil, že nebude čelit stíhání za snahu zvrátit výsledek voleb.

Letošní volby jsou ještě větší bizár než obvykle. Několik měsíců před nimi je stále docela reálné, že jednoho kandidáta jeho strana vymění a druhého zavřou. Jako pravděpodobnější se však jeví to, že se Donald Trump vrátí do Bílého domu, a je třeba se na to aspoň částečně připravit.

Na investory se tradičně před volbami vyrobí spousta statistik o tom, jak finanční trhy historicky reagovaly na zvolení toho či onoho při té či oné konstelaci hvězd. Třeba že na jednu stranu akcie více oceňují potvrzení stávajícího prezidenta, nebo na druhou stranu že preferují prezidenta republikánského. Velkou váhu těmto statistikám nedáváme a věříme především tomu, že před volbami poroste nervozita, která následně opadne a pustí akcie výš.

Co se týče Donalda Trumpa, určitě by byl vážným rizikem z pohledu geopolitiky, bezpečnosti Západu či demontáže americké demokracie. Navíc se podle nás nelze moc chytat prohlášení, která činí během kampaně, neboť jeho postoje v řadě otázek nejsou pevné. Ve svém přístupu se tak snažíme zůstat maximálně pragmatictí a sázet jen na minimum poměrně stabilních tezí.

Trump je byznysmen a bude kopat za velký byznys včetně sebe a svých podporovatelů. Velmi dobře také ví, co na akcie jak působí a že jejich růst mu bude zvedat podporu a udržovat sponzory. Bude mít tedy tendenci k daňovým výhodám pro firmy či akcionáře na úkor vyrovnanosti rozpočtu či výdajů sociálního či zdravotního charakteru. I když se to nebude dařit a Kongres bude proti, Trump aspoň podmínky firem nezhorší.

Trump se točí zejména kolem tradičního byznysu a obecně bude pomáhat tomu, kdo ho podporuje. To znamená, že tradiční energetika, průmysl či automobilky by měly mít výhodu, zelený byznys naopak ne. Dokáže ale být názorově flexibilní, v zájmu pomoci s kampaní neměl problém podpořit Teslu či TikTok. Prvek osobních výhod je tak velmi důležitý a v tomto bodě záleží, co mu kdo nabídne.

Trump dlouho brojí proti Číně, EU či Mexiku. Zdá se, že je to osobní, což je důležité, protože takový postoj bude poměrně pevný. Na rozdíl od toho na Rusku či Severní Koreji mu nezáleží a je schopen své názory měnit. Je třeba se připravit na protekcionistická opatření, především obnovené šermování cly. Riziko to představuje pro firmy dodávající ze zahraničí na americký trh, ale vzhledem k odvetám i pro ty americké, které mají velký byznys ve světě a postrádají naprostou dominanci (jako např. velké techy). V horším případě se kvůli americké iniciativě rozjede větší vlna protekcionismu mezi hlavními ekonomickými oblastmi, která dolehne na ekonomickou dynamiku a dopad bude plošnější.

Trump se snaží silné stránky USA proměnit v okamžitý zisk. Nenasytný domácí spotřebitel se dá proměnit ve výhodu v zahraničním obchodu, silná armáda v byznys pro domácí zbrojovky. Nejen že bude chtít posílit domácí kapacity, ale směrem k domácím producentům se také bude snažit přesměrovat horečné evropské dozbrojování.

A je tu ještě jeden důležitý prvek – fiskální politika po volbách. Ačkoli jakýkoli zvolený prezident zdědí rozpočet ve zbědovaném stavu, nečekáme, že by ho začal napravovat. Rozpočtový výbor Kongresu předpokládá mírné a přechodné snížení deficitů až v roce 2027. Jenže realita asi bude ještě horší. Předpokládáme, že také budoucí administrativa raději odsune jakoukoli konsolidaci na dobu neurčitou a radši se bude co chvíli handrkovat v Kongresu o navyšování dluhového stropu. Navíc zvláště v případě prezidenta

Trumpa by došlo k prodloužení snížených daní (z roku 2017, vyprší 2025), takže deficit spíš ještě nabobtná.

Výhled fiskálu je tedy z pohledu nerovnováhy špatný, ale z pohledu krátkodobého vlivu na ekonomiku příznivý – měl by pro ni být při nejhorším neutrální. Další masivní nabídka dluhu na trhu bude pokračovat i v situaci, kdy se od něj odvracejí klíčoví kupci jako Fed a Čína. Aukce ale zatím dopadají dobře a čekáme, že trh bude mít v případě USA vysoký práh bolesti. Dokonce se dá říci, že dokud nebude rozumná alternativa k dolaru a Treasuries, trh si fiskální konsolidaci ve Spojených státech nebude chtít vynucovat.

To ovšem neznamená, že je to pro dluhopisy výhra. Pokračující expanzivní fiskální politika a rostoucí nabídka budou bránit výraznému poklesu výnosů skrze vyšší inflační a možná částečně i rizikové prémie. Vyhlídky pro kapitálové zisky se tím zmenšují.

Celkový obrázek a možné problémy

Pro výkon akciových trhů bude určující úspěch několika „AI firem“ a míra promítnutí rizik

V souhrnu se tedy dá říci, že od ekonomického fundamentu si velkou vzpruhu pro akciové trhy neslibujeme, neboť výhledy se už nebudou zlepšovat. Stále pochybujeme, že americký spotřebitel zvládne vydržet nastolené tempo útrat, nyní už na dluh, a táhnout tím ekonomiku. Měnová politika vypadá nastavená dobře, ale více optimismu už také těžko dodá. Navíc okamžik snižování sazeb Fedu historicky znamená negativní riziko pro akcie.

V poslední době naprosto utichly úvahy o možné recesi jak v USA, tak hlavních evropských zemích. V případě zhoršování dat stále převládá pozitivní vliv na akcie díky naději na příznivější měnovou politiku. Už několikrát ale trhy na slabých číslech zaváhaly, a to se podle nás bude dít častěji, zvláště pokud by docházelo k příliš velkému ochlazení aktivity. Hrozilo by totiž právě to, že Fed začne snižovat sazby pod tlakem (a jako téměř vždy zpožděně).

Ekonomická témata však nemusejí být ani ve 2H zásadní, pokud bude dál fungovat AI. Ta zatím stojí na dobrých základech, ale stále více sklouzává k bobtnajícím valuacím, ukazujícím na možnou přestávku. Můžeme stokrát věřit ve strukturální sílu tohoto trendu, avšak krátkodobé korekce spojené s přeskupením toků kapitálu mezi dílčími investičními tématy prostě přicházejí budou.

Co se týče politiky, ta určitě má potenciál dodat na trhy více volatility. V případě Francie jde o možné otestování odolnosti dluhopisového trhu, v horším případě s nutností zásahu ECB. Vidíme však velkou šanci zvládnout to bez větší krize. Americká politika nám ještě do voleb může přichystat překvapení, ale v případě očekávaného zvolení Donalda Trumpa by trhy mohly být poměrně dobře připravené, přičemž akcie jako celek by ho asi přijaly pozitivně.

Domníváme se však, že akcie spolu s tím stále potřebují k růstu některý ze tří pilířů. Pokud by nefungoval žádný, politika je nahradit nedokáže. Zvládla by to jen v případě, že nový prezident přichystá podobně silnou vzpruhu jako např. snížení firemních daní (2017).

Stále větším rizikem se stává fiskální politika ve vyspělých zemích, a to společně s nástupem populismu všeho druhu. Ačkoli nemusí být bezprostředním důsledkem dluhová krize, efekt je proinflační a bude odrazovat centrální banky od uvolnění politiky. Stejně tak bude proinflačně působit nárůst protekcionismu, respektive v tomto případě lze efekt označit spíše za stagflační. Trend je jasně nastaven a záleží jen na rychlosti změn. Na velké zvraty trhy typicky reagují, pozvolné dokáží dlouho ignorovat.

Bezpečnostní rizika zůstávají zvýšená, z pohledu finančních trhů jde o omezování lodní dopravy, a především případnou krizi kolem Taiwanu. Nadále si myslíme, že Čína má vícero možností, jak svůj tlak stupňovat a postupně zkoušet, kam až může zajít. Je možné, že si nějakou provokací vyzkouší příštího amerického prezidenta.

Strategie

**Směr pravděpodobně
zůstane stejný, ale
tempo udržitelné není**

Začali bychom u toho, kde pociťujeme největší míru jistoty. Při pohledu na historicky rekordní koncentraci trhu, kdy 10 největších emisí obchodovaných v indexu S&P 500 tvoří už 35 % trhu, a jejich letošní výkon, který představuje cca 85 % z dosavadních +15 % pro index S&P 500, je pro nás jen stěží představitelné, že by tohle tempo bylo udržitelné i pro druhou polovinu roku.

Na druhou stranu, právě pro tuto skupinu mluví tvrdá čísla. Tržby v top desítce rostou téměř pětinasobným tempem oproti indexu S&P 500 (v 1Q24 +15 % yoy vs +3,5 % pro index). Co víc, děje se tak za rostoucí profitability oproti zbytku indexu, kde mírně klesá. S tím se velmi obtížně bojuje. Historicky rekordní váha v indexu navíc žene institucionální, především pasivní peníze dále do akcí téhle úzce profilované skupiny, neboť bez Mag7 prakticky nelze držet krok s trhem. Valuační prémie vůči trhu je omlouvána citelně prémiovou fundamentální dynamikou, kdy např. Nvidia, která sama zodpovídá za téměř 40 % letošního výkonu S&P 500, po loňské spanilé jízdě letos opět zdvojnásobí tržby. Navíc to dle výsledkové sezóny za 1Q24 ani nevypadá na brzké zpomalení.

**Doporučovaný barbell
alespoň drží krok
s trhem, ale jenom díky
rizikové složce, tj. IT
sektoru**

Koncem loňska jsme v investičním výhledu pro letošek zmiňovali variaci na tzv. *barbell* strategii, která kombinuje rizikové pozice s takřka bezrizikovými. Přestože se určitá rizika v první polovině roku objevila, na recesi stále nedošlo, a tak je bezriziková část reprezentovaná převážně americkými dluhopisy pro takhle stavěné portfolio prozatím brzdou. S tím, jak se odsouvá výhled pro pokles úrokových sazeb a rostou fiskální rizika (viz. výše), se nedaří zejména dlouhým bondům. Ty velmi dlouhé (TLT, splatnosti 20+ let) jsou ve ztrátě už čtvrtým rokem, což je historický rekord. Ty krátké, čili víceméně úročená dolarová hotovost, stále nesou

v hrubém cca 5 % p.a. Na opačném pólu, tj. v rizikové části, jsme explicitně zmiňovali sektory IT a financí. IT samozřejmě trh válcuje (+32 % ytd) díky zastoupení *big techu*, a především polovodičů. Ve finančním sektoru se paradoxně vede o poznání lépe evropským bankám než jejich americkým protějškům, přestože ECB již započala cyklus snižování sazeb. Evropský bankovní sektor i přes turbulence ve Francii dokonce letos překvapivě stíhá i s indexem S&P 500, přestože ten se může opřít o vele-rally na *big techu*.

Nastavení prozatím neměníme

Na trzích se říká, že není potřeba spravovat to, co funguje, a abychom byli upřímní, nic lepšího nás pro druhé pololetí ani nenapadá. Trhu nejspíš nadále bude diktovat směr *big tech*, neboť zbytek nemá sílu ho přetlačit. Zároveň máme pocit, že jsme se postupně posunuli do fáze, kdy s recesí prakticky nikdo nepočítá, anebo je k ní přinejmenším lhostejný. Právě proto vidíme stále smysl i v bezpečné části portfolia, jakkoliv nás v prvním pololetí brzdila. S ohledem na předpokládaný pokračující růst trhu, ovšem o poznání pomalejším tempem, není k zahazení ani oněch 5 % na dolarových úrocích. Delší konec křivky je riskantnější z hlediska budoucího fiskálního vývoje po zmiňovaných volbách.

Krátkodobé spekulace směrem k volbám ve Francii a USA

A propos, zkusme ještě na chvilku zaspekulovat směrem k oněm volbám. Pokud nám ve Francii vyjde sázka na pouze přechodný stres, nabízí se tamní banky, které škaredě odnesly vyhlášení předčasných voleb a následný nárůst francouzských výnosů.

Směrem k výsledku amerických voleb jsme o něco jistější a počítáme se znovuzvolením D. Trumpa. Tentokrát ovšem nebude vzpruha pro trhy zdaleka tak velká jako napoprvé, protože fiskální manévrovací prostor se za poslední čtyři roky značně zúžil. Spekulovali bychom proto jenom velmi omezeně, třeba prostřednictvím (fosilního) energetického sektoru na úkor obnovitelných zdrojů, nebo skrze americký zbrojní průmysl.

Eurodolar v pásmu, koruna v defenzivě

Koruně by měla pomoci až mírnější politika ECB a Fedu

Pokles úrokových sazeb v USA i eurozóně se opozdil. ECB sice s cyklem už začala, ale zatím jen symbolicky a pokračovat bude už víceméně v souladu s americkým protějškem. Právě změny v očekáváních o úrokových sazbách zůstávají klíčovým faktorem pro eurodolar, který jinak občas sleduje také výkyvy sentimentu vůči riziku.

Měnový pár nevystoupil ze svého pásma 1,05 až 1,10 a nadále to vypadá, že by potřeboval silnější impuls, aby se tak stalo. Opět tím můžeme zamířit k politice. Euro by utrpělo třeba v případě krize na francouzských dluhopisech nebo obchodní roztržce EU – USA. Pokud naopak politická rizika nedojdou naplnění a hlavní ekonomiky aspoň

dostojí aktuálním předpokladům, euro by mělo mít prostor stoupat k horní hranici pásma, což je náš základní scénář.

Koruně v pololetí nesvědčí rychlejší postup ČNB. Zatímco hlavní centrální banky akci odkládaly, Česká národní banka sazby snižovala zvýšeným tempem. Ke standardnímu kroku 25 bps by se měla vrátit až v srpnu. To už nebude moc chybět k prvnímu snížení sazeb Fedem, takže nejpозději po létu čekáme, že se koruna ustálí a přestane slábnout. Ve srovnání se současnou pozicí ji čekáme koncem roku silnější na 24,70 za euro.

Zlato

Zlato vzdoruje gravitaci a v roce 2024 si vede pozoruhodně dobře, když doposud vzrostlo o 14 % a překonalo většinu hlavních tříd aktiv. Teoreticky má zlato inverzní vztah k reálným sazbám a USD. V prvním pololetí roku 2024 jsme však byli svědky toho, že hodnoty všech třech jmenovaných rostou společně. Dále zlato dosahuje nových historických maxim navzdory odlivu z ETF. Domníváme se, že v pozadí by mohla být kombinace pokračujících nákupů centrálních bank, asijských investičních toků a neustálého bubnování geopolitické nejistoty. Celosvětové oficiální zlaté rezervy se jen v prvním čtvrtletí roku zvýšily o 290 tun, což je největší nárůst v Q1 přinejmenším od roku 2000. Hlavním tahounem byly centrální banky v Číně, Turecku a Indii.

Když vyšší sazby, vyšší dolar a odliv z ETF nedokážou zlato poslat směrem dolů, nemyslíme si, že se tato komodita v dohledné době vrátí pod 2 000 USD/unci. Naopak jako dlouhodobá strukturální podpora by měl fungovat strategický odklon Číny, Ruska a možná dalších zemí od dolaru a absence vhodné „nezápadní“ rezervní měny.

Hlavní riziko naší prognózy spočívá v tom, že se trh začne znovu chovat podle historie a na zlato tak dolehnou vyšší reálné výnosy. To by umocnila případně silnější americká ekonomika, další odložení nižších sazeb a silnější dolar. Dále se může stát, že centrální banky krátkodobě sníží nákupy zlata, neboť kupovaly nadprůměrným tempem a cena je nyní vysoká.

Ropa

Jak jsme na konci minulého roku avizovali, cena ropy Brent se opravdu krátce vyšplhala nad 90 USD za barel. Nebylo to však vlivem zvýšené poptávky ze strany Číny ani tehdy nově vznikajícím konfliktem mezi Guyanou a Venezuelou, ale hlavně kvůli napětí na Blízkém Východě. 13. dubna 2024 totiž Íránské revoluční gardy zaútočily z území Íránu na Izrael za použití stovek bezpilotních letounů a balistických raket. Konflikt naštěstí dále neeskaloval a cena ropy se vrátila zpátky pod 80 USD za barel, což je ale méně, než kolik mnoho členů OPEC+ potřebuje k vyrovnaným rozpočtům.

Od začátku června však cena znovu začala růst, jelikož OPEC+ se dohodl na prodloužení většiny škrťů v těžbě ropy až do roku 2025. Členové OPEC+ v současné době mají sníženou těžbu celkem o 5,9 milionu barelů denně, což představuje přibližně 5,7 % celosvětové poptávky. Tyto škrty zahrnují 3,7 milionu barelů denně, které měly vypršet na konci roku 2024, a dobrovolné škrty osmi členů ve výši 2,2 milionu barelů denně, které měly původně skončit na konci června 2024. Teď to ale vypadá, že OPEC+ začne uvolňovat dobrovolné škrty až začátkem 4Q24. Ceny ropy se po tomto oznámení původně propadly, ale následně se zotavily, když bylo zdůrazněno, že zvýšení produkce může být odloženo, nebo dokonce zrušeno.

OPEC dále ponechal své prognózy na růst poptávky v druhé polovině roku. Světová spotřeba ropy se má v průměru meziročně zvýšit o 2,3 milionu barelů na 104,5 milionu barelů denně. Nutno ale dodat, že tyto odhady jsou výrazně optimističtější než prognózy jiných hráčů v odvětví.

Členové OPEC+ navíc tvrdí, že by měli být schopni snadno zvládnout obnovení dodávek, aniž by destabilizovali globální trhy nebo způsobili nárůst zásob. V souladu s tímto tvrzením ze strany zemí vyvážejících ropu nyní očekáváme, že trh zůstane v relativní rovnováze a cena se udrží kolem nynější hodnoty 85 USD za barel, která je potřebná pro zachování vyvážených rozpočtů jednotlivých zemí.

Zhodnocení prvního pololetí

Vstup do roku 2024 byl nad očekávání dobrý. Index S&P 500 vzrostl o 15 %, a překonal tak odhady všech analytiků na Wall Street. Nutno dodat, že překonal i odhad náš, neboť jsme také byli daleko více konzervativní a předpokládali pro konec roku úroveň 4 850. V prvním pololetí 2024 se v západní Evropě i v USA dařilo zejména technologickému sektoru, přičemž neustávající růst zaznamenaly firmy zabývající se umělou inteligencí, a hlavně tedy produkcí čipů potřebných pro vybudování infrastruktury okolo AI. Absolutním vítězem byla Nvidia, jejíž zhodnocení letos v jeden moment dosahovalo 180 % a tato společnost se dokonce na pár dnů stala nejhodnotnější firmou na světě, když přeskočila v tomto prestižním žebříčku technologické giganty Apple a Microsoft.

I když trh v Evropě není na technologické firmy tolik bohatý, existují zde i výjimky. Například holandská ASML (*Investiční tipy*), specializující se na vývoj a výrobu litografických strojů, vyrostla na ceně o 45 % a dostala se před krále luxusu, LVMH, na druhou pozici nejhodnotnějších společností v Evropě. Před ní již stojí jen dánský Novo Nordisk, těžící z obrovské poptávky po lécích na hubnutí. Stoxx Europe 600 kvůli menší expozici na technologie a mírnějšímu ekonomickému růstu v Evropě vyskočil za prvních 6 měsíců letošního roku „pouze“ o 8 %.

Jedním z nejvýznamnějších faktorů v první polovině roku byla nejistota ohledně snižování úrokových sazeb, a to jak v Evropě, tak i ze strany Fedu. Zatímco ještě na začátku roku trh zaceňoval 7 postupných snížení, nyní je jasné, že to bude méně a později. Hlavním důvodem je odolnost ekonomiky a inflace. Zejména americká ekonomika se v konfrontaci se sazbami chová mnohem robustněji než si mnozí, včetně nás, mysleli. Co se týče inflace, ta odolává poklesu nejen kvůli energiím, ale také setrvačným položkám jako náklady na bydlení, pojištění a služby.

Naše obavy ohledně slábnoucí síly amerického spotřebitele byly na místě. Vyšší úrokové sazby na hypotékách, autopůjčkách, kreditkách a studijních půjčkách se do peněženek spotřebitele zakously natolik, že už jsme mohli zpozorovat první náznaky poklesu poptávky po zboží zbytné spotřeby. Mezi nejvíce vytrestanými byly beze sporu Starbucks (-18 % po výsledcích) a Nike (-20 % po výsledcích).

Ze všech čtyř nově naservírovaných investičních tipů se nejlépe dařilo AT&T (T), které po započtení dividendy povyrostlo o téměř 15 %. Vzhledem k přetrvávající nejistotě a defenzivnímu charakteru AT&T stále vidíme prostor pro další růst a doporučujeme ho klientům k dlouhodobému držení, obzvlášť v prostředí očekávaných snižujících se sazeb.

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 analýzy 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 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.