

Investiční výhled

Rok Trumpa

23. prosince 2024

Výhled na rok 2025

Ekonomika, měny, sazby

Investice, akcie, dluhopisy

Zhodnocení roku 2024

- ♦ Politické kroky nastupující americké vlády podstatně ovlivní dění v roce 2025
- ♦ Jednou z klíčových otázek je nárůst protekcionismu
- ♦ Bez cel jsou plány americké vlády pozitivní pro byznys a trhy
- ♦ Slušný růst ekonomiky v USA, slabší v Evropě a rizika směrem dolů
- ♦ ECB je pevně na cestě k nižším sazbám, u Fedu už uvolňování tak velké nebude
- ♦ Solidní podmínky pro fundament akcií a rizika pro vysoké valuace
- ♦ Bezpečnostní krize, restrikce, obchod i cla se spojují v jeden problém
- ♦ O slovo se znovu hlásí Fed
- ♦ Recesi (radši) nepredikujeme, bezpečným přístavem je úročená dolarová hotovost
- ♦ Bez Mag7 to nejde
- ♦ Ale zbytek trhu postupně dotahuje
- ♦ Made in USA
- ♦ Stále ještě příhodný koktejl pro banky
- ♦ „Protect the downside and the upside will take care of itself.“ (D. Trump, The Art of the Deal, 1987)
- ♦ Červnový summit NATO a zbrojaři
- ♦ Parita na eurodolaru dostává reálné obrysy
- ♦ Od koruny mnoho nečekáme
- ♦ Zlato by se mělo vrátit k růstu, ropa nejspíš pod tlakem

Tomáš Vlk

Head of Research
vlk@patria.cz

Branislav Soták

Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

Jakub Blaha

Equity Analyst
blaha@patria.cz

Politika zůstává ve středu dění

Politické kroky nastupující americké vlády podstatně ovlivní dění v roce 2025

Končí rok, během kterého akcie na západních trzích překonaly všechny odhady. Jde zejména o raketový růst amerických akcií, který v případě indexu S&P500 v závěru roku sahá po 30 procentech. Velmi vysoko jsou valuace, momentum je extrémně býčí a optimismus se projevuje také ve výhledech na příští rok. Z našeho pohledu je situace do značné míry extrémní a zralá na korekci, jenže to ještě vůbec neznamená, že budoucí rok jako celek bude špatný. V jeho průběhu budou mít trhy naopak určitě z čeho těžit.

Začneme ale klíčovým tématem, které už trhy stihlo podstatně ovlivnit, reálné dopady začne mít od ledna a efekt se protáhne na čtyři roky. Nástup nové americké vlády v čele se staronovým prezidentem Donaldem Trumpem může ve výsledku ovlivnit trhy hned z několika směrů. A podobně jako se potvrdil náš předpoklad jeho vítězství, nadále zůstávají v platnosti i klíčové teze prezentované před půl rokem, které tu můžeme z většiny zopakovat:

- 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.
- Trump se točí zejména kolem tradičního byznysu, ale obecně bude pomáhat tomu, kdo ho podporuje. Dokáže tedy být i flexibilní podle toho, 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.
- Trump se snaží silné stránky USA proměnit v okamžitý zisk. Nenasytný domácí spotřebitel se dá proměnit ve výhody 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 dozbíjení.
- Výhled fiskální politiky je z pohledu nerovnováhy špatný, ale z pohledu krátkodobého vlivu na ekonomiku příznivý – měl by pro ni být přinejhorším 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.

Jednou z klíčových otázek je nárůst protekcionismu

Vysoká cla – ano, či ne?

Některé zamýšlené kroky (daně) jsou pro firmy pozitivní plošně, některé podpoří vybrané sektory, případně konkrétní firmy. A pak jsou tu cla, jejichž celkový efekt by příznivý nebyl, ale na trzích by promíchal seznam vítězů a poražených. Mediálně známá čísla praví, že plošné clo má činit 10 procent, pro čínský dovoz to má být 60-100 procent, Kanadě a Mexiku pak Trump nedávno slíbil 25 procent.

A protože trh do cen evidentně zapracovává vše pozitivní a potenciální rizika ignoruje, je třeba se zabývat pravděpodobností zavedení cel, protože právě ta by mohla výhled na rok 2025 citelně ovlivnit.

Často lze říct, že vysoká cla, kterými Trump tak rád šermuje při každé příležitosti, jsou pouze hrozbou, která má přimět protistrany k poslušnosti zejména ve vyjednávání o zahraničním obchodě, a ve výsledku zavedena nebudou. Pravdou je, že Trumpova taktika 'Nejprve soupeři „naložit“ a pak začít vyjednávat' je už dobře známá a poměrně průhledná. Už před uvedením do úřadu ji stihl použít třeba na Kanadu a Mexiko. A ona tarifní obsese klidně může být jen divadýlko.

Na druhou stranu, v předchozím funkčním období cla nebyla jen k vyjednávání, nýbrž došlo k jejich faktickému zavedení a dosud z většiny nebyla zrušena. U řady kontroverzních opatření – hlavně restrikce proti Číně - veřejnost Trumpovi nevěřila, že „to udělá“, jenže udělal. Navíc, pokud mají cla sloužit k financování rozpočtu namísto daňového výpadku, tak samozřejmě nemohou zůstat jen na papíře. A také by neměla být pouze přechodná, neboť pak by byl přechodný i příjem pro rozpočet.

Hrozba cel na protistranu určitě zabírat může. Bylo by ale zvláštní, aby hráči na finančních trzích tuto hrozbu bez problému házeli za hlavu a zároveň se jí měli bát politici v Číně či Mexiku. Jejich racionalita by přitom měla být podobná, v obou případech jde o velké peníze. A pokud první vyjednávání skončí nezavedením cel, jak důvěryhodná hrozba to bude pro další případ?

Jako nejsilnější argument proti clům se nám naopak jeví velká senzitivita Donalda Trumpa na pohyb akciových trhů. Zkrátka nebude chtít činit kroky, které trhu škodí. Riziko tedy vidíme hlavně v tom, že se s efektem cel přepočítá. Sám uvěří, že cla jsou pro ekonomiku přínos, že se jiné země neodváží k odvetě, nebo ho jednoduše euforie na akcích utvrdí v tom, že cla nejsou problém.

Ačkoli věci nejsou nikdy černobílé, z našeho pohledu na rok 2025 se do značné míry hraje o to, zda vysoká cla zavedena budou, či nikoli.

Bez cel jsou plány americké vlády pozitivní pro byznys a trhy

Začneme variantou, na které jedou finanční trhy koncem letošního roku: Vysoká cla zavedena nebudou, vládě se podaří dosáhnout výhod v jednání s ostatními zeměmi a další pozitiva politiky zůstanou beze změny.

V takovém případě tu máme opravdu slušně pozitivní mix pro akcie, který vytváří zejména nízké daně a v jejich důsledku vyšší čisté zisky a podpora poptávky díky fiskální expanzi. Příznivým faktorem se může stát deregulace. Přestože její podoba zatím nemá konkrétní obrysy snad kromě uvolnění podmínek pro těžbu ropy a pro kryptoměny, obecně je seškrtnání předpisů, kterými se firmy musejí řídit, byznysově prospěšné. Pozitivní efekt by se regionálně koncentroval do amerického akciového trhu.

Druhou variantou je logicky to, že nepůjde vše tak hladce: Vysoká cla budou zavedena a velmi pravděpodobně přijde odvěta dotčených zemí. Další pozitivní faktory by ovšem zůstaly. V tomto případě se dá uvažovat o trochu menší fiskální expanzi, růst HDP by byl slabší a inflace vyšší. Především by ale dostal zásah momentální sentiment investorů, kteří vůbec nevypadají, že by si takovou možnost připouštěli.

Solidní ekonomický výhled

Slušný růst ekonomiky v USA, slabší v Evropě a rizika směrem dolů

Růst americké ekonomiky by v roce 2025 měl sice zpomalit, ale na stále solidní úroveň kolem 2 procent. Motorem zůstane, jak jinak, dynamika soukromé spotřeby. Pokud by cla byla zavedena v navrhované výši, tj. efektivní celní sazba stoupla z 2,5 na cca 18 procent, růst HDP by se snížil o desetiny až jeden procentní bod, přičemž kumulativní efekt by nabíhal i v roce dalším.

Dezinflace se v druhém pololetí 2024 přerušila a další sestup inflace během následujícího roku by měl být pomalý směrem k 2,5 procentům na konci roku. Cla by inflaci bez pochyby zvedla, otázkou je jen o kolik. Fed odhaduje efekt na +1,5 procentního bodu.

Pokud by přibyla také slibovaná masivní deportace nelegálních imigrantů, utáhl by se trh práce, který by pak tlačil vzhůru mzdové náklady a potažmo inflaci. Podle nás však deportace budou velice obtížné a pravděpodobně nedosáhnou tak velkého rozsahu, aby měly zásadní dopad.

Ekonomika eurozóny zaostává, na čemž se téměř určitě v dohledné době nic nezmění. Drahé energie a regulace doléhají na konkurenceschopnost a vytlačují byznys jinam, z čehož profitují i Spojené státy, kam se společnosti stěhují. Do toho je eurozóna vystavena čím dál tvrdší čínské konkurenci, a to v Číně i doma, a kvůli vlastní nejednotě má velký problém na ni reagovat. Očekávaný 1procentní hospodářský růst by se pravděpodobně rozplynul úplně, pokud by EU s USA začaly celní bitvu. Inflace

ovšem vypadá stále lépe ukotvená a riziko jejího odrazu vzhůru v eurozóně nevnímáme jako velké.

Čína se snaží fiskální i měnovou podporou udržet tempo hospodářského růstu. Největší vlna opatření přišla v září za náležitých ovací z akciového trhu. Efekt však vyprchal a vláda před koncem roku připravuje další akce i v rámci přípravy na problémy po nástupu nové americké vlády. Mezitím zůstávají problémy s realitní krizí a utlumenou soukromou spotřebou, kde vidíme šanci pouze na pomalé zlepšování.

Čínská vláda nadále cíluje 5procentní růst HDP, ovšem pravděpodobnější je, že trend zpomalování bude pokračovat i v příštích letech. Tržní odhady se nyní pohybují kolem 4,5 pct a plné zavedení amerických cel by čínský růst mohlo srazit až někde ke dvěma procentům. Záleží samozřejmě na jejich výši. Jednou z pravděpodobných reakcí by bylo oslabení domácí měny.

ECB s jasnějším výhledem než Fed

ECB je pevně na cestě k nižším sazbám, u Fedu už uvolňování tak velké nebude

Trend politiky hlavních západních centrálních bank je stále směrem k uvolňování. Jak pevný ale tento trend bude? Podle nás je dost pevný v případě eurozóny. Slabý výkon, negativní rizika pro hospodářský růst a inflace nedaleko cíli by měly zaručit, aby ECB pokračovala ve snižování sazeb na každém dalším zasedání aspoň v první půli roku, načež může být cyklus přerušen. Koncem příštího roku počítáme s hlavní refi sazbou u 2 procent.

Americký Fed má také namířeno k nižším sazbám, ale postup má být pomalejší. Do konce roku v základním scénáři čekáme pokles sazeb o 50 bps na 4 procenta. Rizika jsou však vychýlena jestřábím směrem.

Varianta „cla“ by implikovala rozdílnou reakci obou hlavních centrálních bank. ECB by v případě celní války měla sazby snižovat výrazněji kvůli dopadu na ekonomiku, která by stagnovala, respektive koketovala s recesí. Brzdou by však bylo pravděpodobné oslabení eura, které by obstaralo část uvolnění finančních podmínek.

Naopak americký Fed by si v takové situaci snižování sazeb hodně rozmýšlel. Centrální banka typicky nereaguje na primární efekt administrativních zásahů a cla by na ekonomiku působila stagflačně. Jejich efekt by však přišel do ekonomiky rozpumpované fiskální expanzí a hrozil by zvednout inflační očekávání, neboť zvedání cen by bylo vidět dříve než útlum ekonomické aktivity. A možná je důležitá i poznámka, že mandát současnému předsedovi Fedu končí až v polovině roku 2026. Prezident Trump se o (právně sporné) Powellovo odvolávání snažit nechce, takže příští rok ještě měnovou politiku neovládne.

Z pohledu akciových trhů nebyl zásadní problém, když letos z očekávání zmizelo hned několik očekávaných snížení sazeb Fedu a předpokládaná trajektorie se tak napřímila. Dluhopisy si toho všimly, korigovaly zisky a jejich výnosy trendově zpomalily pokles. Do dalšího roku bychom čekali stále určitou odolnost akcií, ovšem případné zastavení poklesu sazeb by už mohlo vyvolat negativní reakci. Velký zásah by však trhy dostaly až v případě, kdy by Fed byl donucen obrátit směrem ke zvýšení sazeb, čemuž nyní přisuzujeme malou pravděpodobnost.

Makro implikace pro trhy

Solidní podmínky pro fundament akcií a rizika pro vysoké valuace

Akciové trhy jsou koncem roku nastaveny na konsensuální růst zisků firem v S&P 500 asi o 13 procent v letech 2025 i 2026. Při zachování valuací by stejně dynamický byl také růst vlastního indexu.

I v případě zavedení vysokých cel (Barclays odhaduje dopad -3,2 pps na růst zisků) bychom se stále pohybovali kolem solidních 10 procent. Index S&P 500 by pak sahal po 6700 bodech. Podobně by mohl vypadat i v případě, že cla nebudou a valuace se o pár procent sníží z aktuálně vysoce nadprůměrných hodnot.

Problém je v tom, že téma cel v trhu není započítáno a hýbalo by nejen fundamentem, ale také zmíněnými valuacemi. V jejich fluktuaci se pak skrývá daleko větší potenciál určovat ceny akcií.

Bohužel to nyní vypadá velmi podobně jako v roce 2021, kdy se trh vezl na vlně euforie a ignoroval jiné vážné riziko – zvýšení úrokových sazeb. A stejně jako se dnes ví o záměru vlády zvedat cla, se i tehdy dobře vědělo o silně rostoucí inflaci, jen trh nevěřil v reakci Fedu.

V kombinaci napjatých valuací a značného rizika na obzoru vidíme potenciál ke korekci, jejíž načasování bude záležet na tom, s jakou vervou se nová americká vláda ujme prosazování předvolebních slibů.

Je možné, že půjde o průběžné vyhrožování a následné jednání, které ve vlnu protekcionismu nepřeroste. V prvním Trumpově období šlo o několik vln opatření. Nastupující americký prezident ale také říká, že se poučil, a jeho pozice kolem cel je nyní daleko agresivnější. Ve hře je tedy také varianta, že nejprve zavede cla (třeba nižší, než hrozí) a jednat bude chtít až potom, až dostane protistranu pod tlak. Nakonec by výsledkem klidně mohlo být opětovné snížení či odstranění cel, jenže takový proces se může protahovat. Pokud by cla byla trvalejší záležitost, je třeba počítat se zhoršením růstového potenciálu akcií s tím, jak by ekonomické dopady naplno nabíhaly v nejbližších letech.

Otázkou je, jak by to ustála psychika investorů, ale čekáme, že i přes prvotní šok by se postupně do amerických akcií vraceli. Tomuto

trendu bude napomáhat i to, že podobně atraktivní trh mezi těmi hlavními těžko najdou. A nakonec i fakt, že cla by podstatně víc dolehla na Čínu či EU, hovoří pro pokračující preferenci USA. Například dopad cel na růst zisků v Evropě je odhadován na vysoké jednotky procent (Barclays).

Dluhopisy nabízejí atraktivnější výnos do splatnosti v USA než na hlavních trzích v kontinentální Evropě. Směrem do příštího roku je rozumné obě strany Atlantiku v portfoliu kombinovat. V základním scénáři by rychlejší pokles úrokových sazeb a negativní rizika pro ekonomiku měla dávat potenciál růstu ceny pro evropské papíry. V případě problémů s cly či bezpečnostní situací by ovšem měly navrch ty americké.

Bezpečnostní krize, restrikce, obchod i cla se spojují v jeden problém

Co se týče bezpečnostní situace, ta je dalším podstatným rizikem pro nadcházející rok. Jestliže někteří politici už mluví o začátku třetí světové války, z našeho pohledu jde hlavně o to, že se obchodní politika, cla, restrikce na technologie, bojové akce či sabotáže spojují do jednoho celku. To například znamená, že čínská odvěta na cla vůbec nemusí být jen skrze odvetná cla, ale také přes častější omezování Taiwanu vojenskými cvičeními, podporu Rusku, narušování obchodních tras v Jihočínském moři, bojkot amerického zboží, odstřihávání Západu od klíčových surovin apod. V tomto smyslu bude pokračovat trend oddělování sfér vlivu s riziky pro firmy, které jsou exponované na danou oblast.

Dalším rizikem, které určitě stojí za řeč, je dluh. Že je veřejné zadlužení vysoké, se samozřejmě dá už dlouho opakovat stále dokola. Trhy však začínají dávat varování i takovým zemím jako Velká Británie (nikoli poprvé) a Francie, jejichž pozice se dlouho zdála neotřesitelná. Zatím tu vážný stres není, ale s odlivem peněz a případným zhoršením růstových vyhlídek by rozpočty vypadaly opět o něco hůř a dluhopisy zranitelněji.

Strategie

O slovo se znovu hlásí Fed

Strategická část měla být původně prakticky celá o Trumpovi, ovšem o slovo se v závěru roku nečekaně přihlásil Fed. O jeho nečitelnosti jsme už co to napsali. A Fed, věrný své nové pověsti, „nezklamal“ ani na posledním letošním zasedání. Až do září držel sazby na cyklickém vrcholu, mezitím ujišťoval o měkkém přistání a dával najevo, že se snižováním nehodlá nijak spěchat, aby pak dosti nepochopitelně odpálil nový monetární cyklus s fanfárami, snížením sazeb rovnou o -50 bps. Následovali další dvě standardní snížení o -25 bps, abychom se v roční bilanci podívali u referenční sazby o celý procentuální bod níže, přestože deflace si v USA vybírá oddechový čas už někdy od léta. Zatímco akcie na inflační dynamiku doposud prakticky nereagovaly, dluhopisy si toho všimly. 10letý dolarový výnos se tak od zářijového zasedání Fedu posunul z 3,6 %

na 4,5 %, zatímco akciové valuace celý tento posun zdárně ignorovaly.

Akciím nastavila zrcadlo až překvapivá předvánoční zpátečka pramenící z horšího inflačního výhledu (projekce vzhůru k 2,5 %), která již volá jen po dvou standardních (-25 bps) sníženích v příštím roce, a kterou už odnášejí jak dluhopisy, tak akcie. Možná ještě hůře, než pomalejší postup směrem dolů vnímá trh posun dlouhodobých *dots* (odhad dlouhodobě neutrální sazby) vzhůru směrem k 3 % (medián odhadů). Co víc, rozptýl je nebývale široký (od 2,3 až k 4 %), což na důvěře k Fedu nepřidá.

Dlužno dodat, že nynější nervózní reakce trhu je dle našeho názoru jen čajovým odvarem toho, co by následovalo, pokud by v průběhu roku postupně mizla očekávání na další uvolňování politiky, nebo by Fed nedej bože musel se sazbami znovu výš. Tohle riziko není v trhu vůbec zaceněno, a proto ho vnímáme jako jedno z největších směrem k příštímu roku. Dobrou obranou by měl být dolar.

Ve snaze nepřijít o poslední zbytky kredibility se bude Fed hypotetickému zvyšování sazeb všemožně bránit, a tak nám hrozí „přínejhorším“ protahování monetární restrikce (reálné sazby přes 2 % působí na americkou ekonomiku restriktivně). Není to ostatně tak dávno, kdy Fed ve snaze „vyrobit“ inflaci cíloval inflační pásmo 2-3 %, navíc jako průměr za dané období. Monetární restrikce by měla teoreticky doručit zpomalení ekonomiky a zmírnění inflačních tlaků, v ideálním případě bez recese. Jenomže fiskální politika nové americké administrativy by měla naopak působit vyloženě proinflačně.

**Recesi (radši)
nepředikujeme,
bezpečným přístavem je
úročená dolarová
hotovost**

Čím delší a výraznější je monetární restrikce, tím víc narůstají šance na recesi. Do těchto vod se ale tentokrát pouštět nebudeme. Pokud něco na finančních trzích v uplynulých dvou letech opravdu překvapilo, byla to odolnost americké ekonomiky, která dokázala celkem v pohodě fungovat i s 5% referenční úrokovou sazbou, byť za cenu hlubokých fiskálních deficitů. Recese je dle našeho názoru stále nenulovým rizikem, ale její předpovídání je ošemetnou záležitostí a nám se skrze expozici na dluhopisy doposud moc nevyplatilo. Bezpečným přístavem pro příští rok je pro nás v tuto chvíli úročená dolarová hotovost a duraci ponecháváme v závěru roku stranou.

The Art of the Deal

Tím spíš, že proti přísnějšímu Fedu se v příštím roce postaví nová prorůstově naladěná americká administrativa. Když se šéfa banky JPMorgan, Jamieho Dimona, před nedávnem ptali, co čeká od Trumpa, podívoval se, proč si tázající radši nepřečte knihu, kterou napsal a kde co to odhalil. A i když scénou *The Art of the Deal* z roku 1987 je realitní trh v New Yorku, dá se tam najít nejedna paralela se současnou situací. Mimochodem, volným pokračováním *The Art of the Deal* je *The Art of the Comeback* z roku 1997...

Bez Mag7 to stále nejde

Jednou z ústředních myšlenek knihy je myslet ve velkém neboli *think big*. V kontextu akciových trhů nelze myslet ve větším než Big Tech. Rekordní váha Mag7 v indexu S&P 500 (>30 %) v praxi znamená, že i pro rok 2024 platilo, že bez Mag7 je velice obtížné porazit index. V bilanci letošního roku ho ostatně porazí jen zhruba čtvrtina velkých akciových podílových fondů, jejichž společným jmenovatelem je alespoň neutrální alokace do Mag7 (tj. cca 30 % portfolia). Podvážené fondy za výkonností indexu výrazně zaostaly.

Mag7 budou pro profesionální investory nepochybně důležitou složkou portfolia i v roce 2025. My bychom expozici rovněž zachovali, ale po nových investicích se budeme ohlížet jinde. Důvodem je jejich prémiová valuace a fundamentální konvergence zbytku trhu.

Zatímco rovnoměrně vážený index S&P 500 obchoduje s FY25 P/E násobkem na úrovni 17x, tedy zhruba kolem dlouhodobého průměru, jeho standardní tržní kapitalizací vážená forma je zásluhou Mag7 u 22x, tedy cca 20 % nad dlouhodobým průměrem. Premiová valuace je stejně jako loni podepřená premiovým fundamentem, ale nůžky se postupně zavírají. Jako celek doručila skupina Mag7 investorům v posledních dvou letech výnos přesahující 160 %, zatímco u indexu S&P 500 si mohli přijít na „pouhých“ +55 % a u S&P 493 dokonce „jen“ na +35 %. Mag7 mají na svědomí více než polovinu celkového výnosu S&P 500.

Ale zbytek trhu postupně dotahuje

Jenomže jejich výhoda se progresivně snižuje s tím, jak se zlepšují vyhlídky pro zbytek indexu. V příštím roce, kdy začne big tech amortizovat masivní investice do AI infrastruktury, se od indexu čeká agregovaný 13% nárůst zisků. Výhoda premiového růstu, jenž podepírá premiové valuace Mag7, se v příštím roce povážlivě ztenčí. Od Mag7 se dle tržního konsenzu v příštím roce čeká zhruba 18% nárůst zisků, zatímco zbytek indexu by měl vygenerovat +12 %. Mezera v růstu tak klesá z letošních zhruba 30 p.b. na pouhých 6 p.b. v příštím roce. A tudíž si jde jen stěží představit, že by si Mag7 zopakovaly letošní rok, kdy měly nad indexem navrch o více než 40 p.b.

Nová americká administrativa navíc nepůjde na ruku zrovna velkému techu. Snížení daní nebude až tak velkou vzpruhou jako pro zbytek indexu vzhledem k vysokému podílu zahraničí (a již beztak nízkým daním) na celkových tržbách. Na druhou stranu jsou rizikem jak cla, tak případné odvety, stejně jako silný dolar.

Made in USA

Politika nové americké administrativy by naopak měla být vodou na mlýn *small a mid cap* kohortě. Trump se dlouhodobě netají tím, že preferuje *made in USA*, i cla by měla být jedním z prostředků pro dosažení tohoto cíle. Valuace jsou tady o poznání příznivější, třeba *mid cap* index S&P 400 obchoduje s P/E násobkem na úrovni necelých 17x. Situaci trochu komplikuje nový méně příznivý výhled od Fedu, neboť bilance jsou obecně více napákované, ale nižší daně jsou vzhledem k vysokému podílu domácích tržeb vyložené

prospěšné, stejně jako menší riziko cel. Poté, co byl Donald Trump zvolen americkým prezidentem poprvé v roce 2016, důvěra malých podniků (dle NFIB) okamžitě vystřelila vzhůru. Index Russell 2000 se během následujících dvou let podíval o 40 % výš. Podobnou dynamiku sledujeme i nyní, a tak jdeme do nového roku s novou expozicí na americký *small* (IWM – iShares Russell 2000 ETF) a *mid cap* (IJH – iShares Core S&P mid-cap ETF).

Stále ještě příhodný koktejl pro banky

Nižší daně, vyšší sazby, odolná ekonomika a návrat zvířecích pudů do podnikového sektoru zní jako příhodný koktejl pro bankovní sektor, obzvláště přihodíme-li třešničku v podobě potenciální deregulace (např. uvolněním kapitálových kritérií v rámci Basel IV, uvolněný kapitál pak může financovat dividendy a buybacky, znáte to). I v příštím roce tedy prozatím setrváváme u finančního sektoru (v *Investičních tipech* třeba JPMorgan, ale i Berkshire). Tomu se ostatně letos dařilo velmi dobře, americké banky (KBW Bank Index) připisují +31 % (JPM +38 %).

„Protect the downside and the upside will take care of itself.“

Dalším sektorem, který bude prakticky izolovaný před rizikem cel, i když nižšími daněmi si zase tak moc nepolepší vzhledem ke své regulované struktuře, je sektor utilit. Zároveň je jistým zajištěním před rizikem pomalejšího ekonomického růstu a jako tzv. *bond proxy* i proti následnému rychlejšímu poklesu sazeb, pokud by na ně došlo. V *The Art of the Deal* k tomu nalézáme analogii: „*protect the downside and the upside will take care of itself.*“ V rámci sektoru se uplatní *stock-picking*, a my se určitě pokusíme něco zajímavého najít, neboť je diametrální rozdíl mezi výkonem sektoru (letos +18 %) a výkonem sektorového premianta (Vistra +270 %). Hlavním rozdílovým faktorem je, jak jinak, AI, i když zrovna v evropských utilitách by tohle téma investor hledal jen těžce. Resp. expozice vůči energetickým potřebám AI data center. Regionálními daty v tomhle detailu bohužel nedisponujeme.

Červnový summit NATO a zbrojaři

V neposlední řadě bychom ještě rádi čestně zmínili zbrojařský sektor jakožto dalšího zástupce řady těch, kterým by případná cla moc vadit nemusela, a zároveň se díky převážně domácí výrobní základně může v plné míře těšit z benefitů nižších daní. Dle *Financial Times* prosakují z kuloárů informace, že Trumpův tým sdělil evropským spojencům, že nový americký prezident bude po členských zemích NATO požadovat navýšení výdajů na obranu až na 5 % HDP, což by měla být pouze vyjednávací taktika, přičemž Trump by se ve finále spokojil s 3,5 %. Ponechme stranou, že zatím jde o spekulace; to momentálně neplní nikdo kromě Polska. Tak jako tak, na červnovém summitu NATO se nejspíš díváme na minimálně 3 % HDP, což by mělo být větrem do plachet jak pro americké, tak evropské zbrojaře. Ochota navýšit obranné výdaje by měla být odměněna výhodnějšími obchodními podmínkami s USA. Vojenská pomoc Ukrajině má prozatím proudit dál. Korunoví investoři se můžou těšit z lokálního šampiona v podobě Coltu-CZ, i když Donald Trump má, zdá se, radši rakety, ideálně když umí přistávat takzvaně „do hůlek“...

Mezi měnami věříme dolaru

Parita na eurodolaru dostává reálné obrysy

Eurodolar se v závěru roku nachází na spodním okraji námi předpokládaného pásma, tedy u 1,05. Pro rok následující jsou rizika podle nás vychýlena směrem dolů, tedy k silnějšímu dolaru. O dosažení parity se sice mluví poměrně pravidelně, když má kurz setrvalejší tendenci k poklesu, ale tentokrát k tomu vidíme i fundamentální důvody. Čekáme proto, že se měnový pár bude nejvíc pohybovat v intervalu 1,00 až 1,05.

Důležitý je jako vždy výhled měnové politiky, když sazby ECB se nacházejí níž než sazby Fedu a zároveň od nich čekáme rychlejší pokles. Navíc v případě problému se cly se dá čekat ještě větší rozevírání nůžek a větší preference americké měny.

A z pohledu eurozóny to není vše. Eurozóna má s USA významně kladnou obchodní bilanci, jejíž saldo by se v případě cel redukovalo. To by přirozeně tlačilo euro níž (a částečně kompenzovalo negativní efekt na ekonomiku). Rozdíl je také ve zmíněné dluhové situaci. USA si sice s evropskými zeměmi nezadají co do fiskální nezodpovědnosti, ale realita je taková, že trh je za to trestat zdaleka tolik nebude. Je to starý kontinent, kterému hrozí odliv peněz z dluhopisů. K tíží eura pak můžeme připsat i dlouhodobý přesun kapitálu za oceán, kde nachází lepší zhodnocení – to je však faktor, jehož efekt na kurz těžko identifikujeme z roku na rok.

Od koruny toho příští rok mnoho nečekáme

Od koruny jsme letos čekali stagnaci s rizikem oslabení. Nakonec z toho bylo to oslabení, když se v druhém pololetí kurz koruny držel nad 25,00. Věříme, že česká ekonomika v roce 2025 předvede lepší výkon než eurozóna. Očekávaný růst HDP o 2,3 procenta zohledňuje schopnost české ekonomiky přeorientovat se z problémového německého trhu a expozice na Čínu. Stále jsou tu ale rizika směrem dolů, neboť navázanost na eurozónu obejít nejde.

ČNB začala se snižováním sazeb dříve než hlavní centrální banky a také se dříve přiblížila přerušení cyklu. Předpokládáme pokles základní sazby na 3,50 procenta, které bude dokončeno na prvních zasedáních roku 2025. Následně je sice výhledem stabilita sazeb, ale v případě materializace negativních rizik pro růst je možné ještě menší snížení.

Lepší ekonomika a měnová politika relativně k eurozóně vypadají jako příležitost pro korunu. Na druhou stranu eurozóna zhoršuje náhled investorů na Evropu jako celek a silná vazba české ekonomiky na eurozónu je obecně známá. Zvláště v případě cel by se koruna podle nás dostala aspoň přechodně pod tlak. Ve výsledku však čekáme na konci příštího roku kurz k euru kolem aktuálních 25,10.

Zlato a ropa

Zatímco zlato by se mělo vrátit k růstu, u ropy čekáme negativní tlak na cenu

Cena zlata není nízká, jakkoli jsme viděli v posledních měsících určitou korekci z historických maxim. Samotná korekce je zajímavá zejména proto, že zlato zareagovalo na „tradiční“ faktory určující jeho směr. To znamená, že jeho pokles šel ruku v ruce s posilováním dolaru a nárůstem dolarových výnosů – to dříve delší dobu nefungovalo.

V průběhu příštího roku čekáme dolar stále poměrně silný, zatímco výnosy by se měly spíše snižovat, takže negativní tlak na zlato z tohoto směru by měl ustát.

Na zlato však zůstáváme pozitivní z jiných důvodů, které také nejsou nové. Prvním je trend rozdělování světa, kdy skupina rozvíjejících se zemí s mocenskými ambicemi nechce být tolik závislá na dolaru a zatím nenachází jinou dostatečně atraktivní rezervní měnu. Dlouhodobé nákupy zlata do rezerv by tak měly pokračovat. Druhým důvodem je pak velké tempo zadlužování, které potenciálně vyústí v inflační řešení dluhů a znehodnocení tradičních měn.

Na ropu máme naopak negativní názor a předpokládáme, že její cena bude klesat do oblasti 65 dolarů za barel. Na trhu pro příští rok předpokládáme převis nabídky, a to i v případě, že na hlavní ekonomiky nedolehnou nové problémy.

Důležitým trendem bude další navyšování americké produkce, které nastane po uvolnění regulace pro ropný sektor novou administrativou. OPEC ani ve verzi +, tedy hlavně s Ruskem, už nedisponuje dřívější silou. I přes snahu o omezování produkce se mu nedaří vytáhnout cenu ke 100 dolarům, na kterých by členské země mohly spokojeně plnit své rozpočty. Je to dáno navyšováním americké produkce, ale také vnitřní nejednotou spolku, v němž se rozmohlo vyvážení ropy neoficiálními cestami. Bojuje se už nejen o cenu ropy, ale stále více i o tržní podíl, což dřívější koordinaci rozkládá.

Případné tvrdší sankce na Írán mohou mít pouze krátkodobý efekt při oznámení, ale historie ukazuje, že nedokážou zabránit vývozu ropy z této země. Dosáhnout dodržování sankcí je čím dál těžší, viz výše zmíněné rozdělování světa.

Zhodnocení roku 2024

Asi nikdo na Wall Street koncem minulého roku nepředpokládal, že by akciový index S&P 500 letos vyrostl o téměř 25 %. Investiční stratégové z největší banky na světě, JPMorgan, dokonce předpokládali, že index zakončí rok 2024 na úrovni 4200 bodů.

I my jsme se při svých odhadech z loňska drželi zbytečně při zemi a čekali podprůměrný růst s posunem na úroveň 4850 bodů, čímž jsme nakonec také hodně zaostali, i když jsme trefili lépe než třeba JPMorgan. Naše tvrzení, že rok 2024 bude nahrávat *stock-pickingu*, vyšlo jen částečně, neboť zdrojem valné části výnosu na akciových trzích byla tržní beta. Skrze *stock-picking* ovšem šla vygenerovat místy až absurdní alfa, příkladem budiž NVDA, PLTR (*Investiční tipy*), nebo některé americké utility (CEG, VST), všechny se společným jmenovatelem v podobě AI.

V roce 2025 to ovšem se *stock-pickingem* zkusíme znovu. Pokud nám totiž loni touto dobou připadal index S&P 500 celkem drahý (fwd P/E cca 20x), dnes (fwd P/E 22x) cca 20 % nad dlouhodobým průměrem to platí dvojnásob. Trailing P/E ukazatel je již vzdálen od dvacetiletého průměru dokonce o plné dvě standardní odchylky, což zavání korekcí, minimálně u valuací.

Nikoho už v této chvíli zvlášť nepřekvapí, že za robustním letošním růstem stojí především skupina MAG7, opět v čele s Nvidií (+170 %). Tady jsme byli na správné straně barikády. V naší *barbell* analogii tomu odpovídal růstový/rizikový konec spektra, který jsme aproximovali velkým techem (MAG7 +67 % ytd), bankami (KBW Bank Index +31 % ytd, SX7P +22 % ytd) a americkým technologickým sektorem (+35 % ytd).

Naším investičním tipům letos dominoval Palantir, který byl díky mohutnému finiši letos nejvýkonnější akcií v celém indexu S&P 500, když připsal úctyhodných 380 %. Big tech má za sebou také velmi úspěšný rok. Investiční tipy Amazon a Alphabet si např. polepšily o 50 %, resp. 40 %. Na druhé straně nás výkonností potopily evropské automobilky v čele se Stellantisem (-40 % bez dividendy).

Finanční trhy byly nastaveny na snížení sazeb o 150 bps se startem v březnu, ale inflace a obzvlášť ta jádrová byla natolik "sticky", že Fed ponechal sazby na vrcholu až do září a dával trhům najevo, že se snižováním nehodlá spěchat. Nečitelný Fed, který byl také jedním z témat našeho loňského investičního výhledu, pak záhy dostal své pověsti a odpálil nový monetární cyklus s fanfárami. Nepochopitelné úvodní snížení sazeb až o -50 bps, přestože dezinflace si již od léta vybírá v USA oddechový čas, v závěru roku střídá celkem šokující předvánoční zpátečka, kterou škaredě odnášejí dluhopisy i akcie. V naší *barbell* analogii tak svůj negativní historický rekord prodlužuje „bezrizikové“ TLT (v minusu pátým rokem v řadě). Těšit nás může pouze fakt, že jsme v létě při updatu

výhledu vyměnili duraci za jistotu vyššího výnosu na kratším konci výnosové křivky. Pokles TLT v závěru roku nás tudíž až tak nebolí.

Na konci loňska jsme také předpovídali, že letošek bude rokem politiky, což se potvrdilo snad ještě více, než jsme očekávali. Donald Trump nakonec drtivě zvítězil a (dle našeho očekávání) dále podpořil probíhající akciovou rally, jíž v závěru roku nastavuje nečekaně zrcadlo Fed.

A právě dynamika mezi Fedem a novou americkou administrativou bude v příštím roce pro trhy klíčová.

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, Jakub Blaha. 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, 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 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 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.