Teorie chaosu

Investiční tipy

Random Thoughts

28. března 2025

02/25

#růst vs inflace
TL;DR: růst má nyní navrch
#unavená AI
zůstáváme opatrní

- Nová americká administrativa nepřináší na úvod svého působení prozatím nic než chaos, což je pro nás zklamáním dokonce i přes prvotní pochyby kolem záměrů D. Trumpa a jeho nominací na přední příčky adminitsrativy. Tytam jsou sliby o nižším zdanění a deregulaci. Místo toho se trhům až nadmíru dostává zmatku kolem cel, zahraniční politiky a také (jinak chvályhodných) snah o konsolidaci rozpočtu skrze D.O.G.E. Kontroverze se kupí kolem Trumpa, Vanca, Muska, Waltze, Rubia, Hegsetha, nebo Gabbard. Příčetně zatím působí snad jen ministr financí Bessent.
- Teorie chaosu mluví o tom, že komplexní dynamický nelineární systém, jakým americká a světová ekonomika je, je velmi citlivý na počáteční podmínky. Bez dlouhého elaborování níže rovnou přidáváme pro ilustraci graf z *Investopedie* k 13.3.2025, který srovnává první dny působení Trumpovy první administrativy s tou současnou na výkonu indexu S&P 500. Pokud to z grafu někomu není zřejmé, Trump 2.0 nejeví prakticky žádný zájem o americký akciový trh, který bral v prvním funkčním období naopak za svou výkladní skříň.



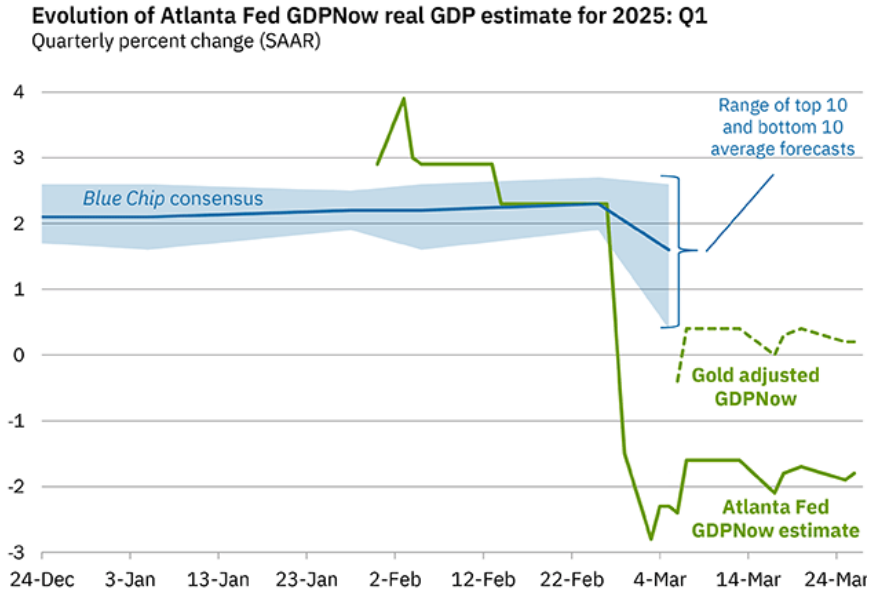
- Mantrou jsou tentokrát cla. Ovšem ta jsou servírovaná mnohdy chaotickým až náhodným stylem. Čert aby se v tom vyznal. A tak přinášíme alespoň souhrn témat a tržních implikací, o kterých se dnes a denně bavíme na tradingovém flooru.
- Z celé téhleté epizody je zřejmé, že se tržní fokus přesouvá od inflace k ekonomickému růstu. Inflace ostatně trhy nijak zvlášť nevzrušuje už od jejího vrcholu v létě roku 2022, přestože pořád není definitivně vyřešena. Trhům stačí, že vidí světlo na konci tunelu v podobě nerostoucích úrokových sazeb; v zásadě

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

PATRIA FINANCE

lhostejno, jestli Fed letos doručí 2 nebo 3 snížení, která jsou momentálně v trhu zaceněná.

- Mimochodem, to, že má růst nyní navrch, má jednu důležitou implikaci pro interpretaci nově přicházejících dat. Ta špatná budou pro trh špatná a naopak.
- Dlužno dodat, že Fed svou očekávanou trajektorii po posledním zasedání také moc nezměnil, přestože došlo k celkem citelnému zhoršení ekonomického a inflačního výhledu. Práh bolesti je tedy pro Fed momentálně celkem vysoko.
- V obou případech hrají velkou roli plánovaná cla, která jsou jednoznačně proinflačním rizikem. Fed je vnímá jako exogenní, a teď pozor, tranzitorní riziko pro inflaci. Pomineme-li fakt, že Fed by s termínem tranzitorní po předešlé negativní zkušenosti raději vůbec operovat neměl, je nasnadě, že v takovém prostředí hraje prim ekonomický růst.
- Což je zřejmé i z nedávného tržního vývoje. Nenápadný posun inflačních očekávání v úvodu roku ještě tržní pohodu nenaboural. Ta dostala ránu až s nečekaným kolapsem odhadu aktuálního ekonomického růstu z dílny atlantské pobočky Fedu (tzv. Atlanta Fed GDPNow, viz. níže). Tento kolaps zhruba koresponduje s nástupem celní horečky do Bílého domu. Zatímco tvrdá data zůstávají prozatím celkem solidní, vidina obchodní války (s Čínou, EU, Mexikem, nebo Kanadou) vnáší do ekonomiky nejistotu, která se již projevuje v odsouvání větších spotřebitelských a zejména investičních rozhodnutí. Přidejme nejasnosti kolem tzv. recipročních cel, ve výsledku pak poměrně komplikované vyhlídky pro zahraniční obchod a opět značně chaotickou (byť chvályhodnou) snahu o určitou fiskální konsolidaci, a vyjde nám dosti negativní růstový stimul směřující do ekonomiky.



- Stačil si toho všimnout už i dříve nezlomný dolar, který se na páru s eurem podíval z 1,025 na začátku roku až téměř k 1,1, což výrazně umocnilo bolest zahraničních dolarových investorů. S oslabováním dolaru náš letošní investiční výhled bohužel

Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

nepočítal. Nastupující americká administrativa se totiž od začátku profilovala výrazně prorůstově, a to i přes deklarovaný záměr zavádět cla. Dolaru se přitom obvykle vede nejlépe v periodách, kdy je americký hospodářský růst relativně ke zbytku světa nebývale silný, nebo naopak nebývale slabý, kdy převládne role dolaru jakožto globální rezervní měny, resp. bezpečného přístavu. Od února je ovšem fundamentální dynamika pro dolar nepříznivá. Zatímco se vyhlídky pro americký ekonomický růst prudce zhoršují, do evropské ekonomiky naopak směřuje masivní fiskální stimul řádově v stovkách miliard EUR plynoucí primárně z potřeby/nutnosti zbrojení. Extra nervózní ale prozatím nejsme a počítáme s tím, že kurz EURUSD nadále setrvá v již déle než dva roky definovaném pásmu 1,02-1,12. Dle našeho názoru jsme totiž jen krůček od toho, aby chaotické kroky americké administrativy vrátily na stůl eventualitu recese a s ní i tzv. safe haven bid pro dolar.

- Případovou studií pro naší domněnku, že kapitálové trhy začíná znovu řídit růst a nikoliv inflace, je nedávný vývoj v bankovním sektoru, který patří k našim letošním investičním doporučením. Prvních cca šest týdnů roku patřilo bankám na obou březích Atlantiku. Americký KBW Bank Index připsal +10 %, evropský SX7P takřka dvojnásobek. Od poloviny února je jejich vývoj ovšem diametrálně odlišný. Zatímco KBW odepsal -12 %, SX7P přidal dalších +5 %. Vzhledem k tomu, že recesi stále nepovažujeme za základní scénář, v pozicích bychom setrvali.
- Po předchozích řádcích by mělo být zřejmé, že v dosavadním průběhu roku mají v USA navrch po dlouhé době spíše defenzivní sektory jako zdravotnictví, tradiční telekom nebo utility. Celkem úspěšně jim sekundují rovněž sektory, které vykazují hodnotové atributy, především energetika a do půlky února i banky.
- Z regionálního hlediska ovšem USA z výše popsaných důvodů překvapivě zaostávají. V čele letošního řebříčku stojí naopak (pro nás) nepřekvapivě Čína, kde dosáhl valuační diskont v uplynulých letech nebývalých hodnot, a poměrně překvapivě taktéž Evropa, která se těší z vidiny masivního fiskálního stimulu. V čele letošního evropského řebříčku najdeme téměř výlučně zbrojařské firmy a banky, tedy vesměs cyklické tituly. Oba sektory patří k našim letošním investičním doporučením. Evropskou jedničkou v dosavadním průběhu roku je německý Rheinmetall s +119 %.
- Pomineme-li technické faktory, mezi nimiž vyniká čerstvý neúspěšný pokus o návrat nad klíčový 200 dma pro indexy S&P 500 i Nasdaq 100, finančními médii koluje jedna lehce konspirační teorie, která nám prozatím brání v konstruktivnějším výhledu pro americký akciový trh. Tato teorie, jež má při troše fantazie určitou oporu i ve vyjádřeních zatím celkem příčetně působícího amerického ministra financí Bessenta o potřebě detoxu od fiskální stimulace a fokusu na

 Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

střednědobý horizont, se opírá o potřebu refinancování cca 7 bil. USD dluhu v 2H25. Krátkodobý sešup americké ekonomiky, který by vybídl Fed k větší akci a zajistil tak levnější refinancování, by tudíž nemusel americké administrativě tentokrát až tak vadit.

- A konečně, pomocnou ruku tentokrát nejspíš nepodá ani pilíř uplynulých dvou let v podobě AI. Už loni jsme prostřednictvím pravidelných komentářů ke kvartálním korporátním výsledkům několikrát filtrovali náš pocit, že celé AI téma nám už připadá poněkud „unavené". Tržní konsenzus měl celé dva roky na to, aby doběhl realitu, což se mu i povedlo, načež se pozitivní překvapení během výsledkových sezón postupně zmenšovala. AI narativ se sice letos zatím úplně nezhroutil, ale určité chvění pozorujeme. Třeba taková AMD, která neposkytla výhled pro letošní prodej grafických akcelerátorů pro AI datová centra (ten loňský byl postupně vylepšen hned čtyřikrát, přesto to nestačilo). Nebo svrchovaný AI král Nvidia, která ukázala výtečná čísla, stejně jako výhled, jen aby byla „po zásluze" odměněna -8,5 %. Á propos Nvidia. Ta se jen před několika dny dohodla na převzetí jednoho ze svých distributorů. Jedná se o poměrně malou částku, ale tahle taktika byla hojně využívaná např. v dot-com bublině za účelem přesunutí rizik z výsledovky (pohledávky, resp. tržby) na bilanci, která je v případě Nvidie ve velmi dobrém stavu a nějakou menší akvizici bez problémů snese. Dále tu máme již dvě instance, kdy Microsoft zrušil plánovanou výstavbu nových datových center v USA a Evropě, nebo Alibabu, která tvrdí, že svůj nejnovější AI model vytrénovala bez použití čipů od Nvidie.
- Nade vším ale ční lednový blesk z čistého čínského nebe v podobě DeepSeeku. Tvrzení čínské strany, že model, který je více než konkurenceschopný k tomu nejlepšímu, co má Západ k dispozici, byl vytrénovaný za pouhý zlomek nákladů, dostalo velmi brzo trhliny. Z kuloárů záhy prosákly informace, že DeepSeek měl v tréninkovém procesu údajně přístup až k 50tisícovému clusteru H100 od Nvidie, což by z něj žádnou revoluci nedělalo. Ta se ovšem koná v samotném užívání, neboli tzv. inference, kde dokáže být DeepSeek mnohonásobně efektivnější než západní konkurence díky něčemu, čemu se říká reinforcement learning. Není to přitom jenom prázdné tvrzení. K DeepSeeku byl zveřejněn podrobný white paper, kde se tohle tvrzení dá ověřit. Některé verze DeepSeeku jsou ostatně open source.
- Celé to zavání tím, že masivní (a když píšeme masivní, tak to tak opravdu myslíme, nic srovnatelného si v uplynulých dekádách nevybavujeme) capexový AI cyklus posledních tří let (včetně toho letošního) se nakonec může ukázat jako přehnaný. V takovém případě by měl velký tech velký problém doručit takovou návratnost vynaložených investic, po jaké trh prahne. A to i přesto, že koncem dekády by se velikost globálního trhu

 Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

s grafickými akcelerátory pro datová centra mohla vyšplhat až k 400 mld. USD.

- Zelenou pro plošný návrat do amerického trhu tedy zatím nikde nevidíme. Po nových příležitostech se nadále ohlížíme mimo americký tech, zejména v Evropě, ale také v Číně, zůstáváme hodně selektivní. Stay tuned…

Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

Disclaimer

Pro další informace viz

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, jejích oznámeních, tržních podmínkách a dalších veřejně dostupných informacích.

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

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

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

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

Autor investičního tipu potvrzuje, že na svém účtu nemá žádné zmíněné finanční instrumenty.

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 bankovnictví;
(4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
(5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
(6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
(7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
(8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost	Střet zájmů
------	-----

Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

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 bankovnictví.

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 takovéhoto omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.

 Copyright © 2024 Patria Finance, člen skupiny KBC

PATRIA FINANCE