

# Týdenní výhled

MAKRO, FIRMY, POLITIKA

Aktuální tržní témata

Kalendář hlavních událostí

## 14. – 18. dubna

- ♦ **Víkendový chaos se cly vyznívá nakonec pozitivně**
- ♦ **Dluhopisový trh klíčovým indikátorem stresu**
- ♦ **Výsledková sezóna pokračuje bankami**

Na úvod týdne vyšla zajímavá data o čínském zahraničním obchodu. Výrazný 13procentní nárůst vývozu jednoznačně ukazuje na snahu trhu předzásobit se před stupňujícími se americkými cly. A ještě extrémnější to zřejmě bylo začátkem dubna. Každopádně data nejsou to zásadní, co se nyní sleduje.

Celní kolotoč během víkendu nás sice vrací do situace, kdy velká část cel platí nebo má začít platit za pár měsíců, ale také potvrzuje, že **Donald Trump pod tlakem dokáže velmi rychle měnit i naprosto neotřesitelné postoje. A to je pro trhy určitě pozitivní signál.**

**Na čem nyní bude záležet osud akciových trhů, je podle nás hlavně trh s americkými dluhopisy.** Ten se po víkendu neotřepal, vidíme zde pouze určitou krátkodobou stabilizaci. Pro začátek to stačí, ovšem v případě opětovného nárůstu výnosů by nervozita na trzích téměř určitě znovu začala stoupat. Tlak na dluhopisy přitom působí z několika směrů. Je to očekávání zvýšené inflace, nutnost rolovat velkou sumu amerického dluhu ve druhém pololetí, výhled vysoké nabídky společně s rostoucím rozpočtovým deficitem, vyhlídka zpomalování globálního obchodu snižující potřebu klíčové transakční měny, pokračující snaha o diversifikaci směrem pryč z dolaru. A krátkodobě podle nás hraje určující roli **chování dvou klíčových asijských ekonomik, Japonska a Číny**, tedy dvou největších zahraničních věřitelů americké vlády.

V Japonsku pravděpodobně dochází ke snižování váhy amerického dluhu ve prospěch domácího, jehož úročení už ve srovnání se zajištěným výnosem z amerických dluhopisů vypadá atraktivně. Tento posun má náklady v podobě posilování jenu, které exportně zaměřenému Japonsku neprospěje. Stahování kapitálu by se mělo po čase vyčerpat. Větší otazník je Čína, která je k prodeji US dluhopisů politicky motivovaná, neboť **stoupající výnosy se ukázaly jako účinná páka na Donalda Trumpa.** Bude Čína jako obvykle pragmatická, ukáže sílu a brzy začne jednat, nebo tentokrát bude chtít Trumpa více podusit a donutit ho zavolat jako prvního?

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

Jakub Blaha  
Equity Analyst  
+420 221 424 183  
blaha@patria.cz

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

První varianta by pro trhy byla rozhodně lepší. Kromě akcií budou dluhopisy dál promlouvat i do kurzu dolaru, poptávky po zlatě atd.

Konec minulého týdne přinesl další nepříjemné zprávy ohledně vývoje spotřebitelské důvěry – došlo k jejímu propadu při podstatném zhoršení očekávání o ekonomice a naproti tomu výrazně narostla očekávání o inflaci. Tento týden dodá **dubnové průzkumy z průmyslu, a to v newyorské a filadelfské oblasti**. Také v tomto případě jde o reporty, které běžně investoři přejdou bez velké reakce, ale podle nás si zaslouží daleko větší pozornost, neboť sbíráme první střípky informací, jak celní šok ze začátku měsíce dolehl na byznys. Co bude naopak méně důležité, to jsou americké maloobchodní tržby za březen (zřejmě velice dobré) nebo průmyslová výroba.

**V Evropě bude určitě ve středu pozornosti zasedání ECB ve čtvrtek.** Prostor pro snížení sazeb tu určitě je a čeká se snížení o 25 bodů. Ačkoli se pár zástupců banky asi ozve proti, i ECB musí řešit cla a nová rizika pro ekonomiku. Na rozdíl od USA by efekt cel měl být v Evropě lehce deflační, směrem do reálné ekonomiky pak negativní. V komunikaci se budou hledat zejména náznaky, jak rychle by sazby mohly jít dolů. Po dubnu připadá další snížení do úvahy v červnu nebo červenci.

Další chaos z Washingtonu se přímo dotýká i konkrétních akcií. Dost možná měli investoři zbystrit už v závěru pátečního obchodování, kdy se na **Applu** odehrávala horečnatá opční aktivita. Sobota ale záhy přinesla rozuzlení, neboť byla z amerického celního seznamu vyňata v podstatě veškerá elektronika, která je do USA importována (včetně čipů). Elektronika se na celkovém čínském vývozu do USA podílí zhruba třetinou, čili cca 100 mld. USD. Až do neděle to tedy vypadalo na neobvykle zelené pondělí, a to nejenom pro akcie, ale i dluhopisy a dolar. Jenomže nová americká administrativa se zatím jeví jako všechno jen ne profesionální (pomineme-li narůstající podezření z *insider tradingu* a tržní manipulace), a tak jsme již v neděli mohli z úst (ne zrovna příčetně působícího) ministra obchodu Lutnicka slyšet, že pro elektroniku včetně čipů se chystá samostatný celní režim, jenž bude na stole „tak za měsíc-dva“. **Prvotní euforie tak záhy opadla, ale akciové trhy na rozdíl od dolaru přesto čeká zelený úvod týdne, z něhož těží nejvíc Apple.**

Ve výsledkové sezóně budou pokračovat americké banky. Hned na úvod týdne jsou na programu **Goldman Sachs, Bank of America** nebo **Citigroup**.

Ohlédneme-li se za výsledky **JPMorgan (Investiční tipy)**, najdeme tam odkazy na nepredikovatelné ekonomické prostředí, a to zejména kvůli přetrvávajícím problémům v dodavatelských řetězcích. Na přelomu března a dubna navíc u spousty společností docházelo k „předzásobování“, což může být na číslech za 1Q vidět.

Finančními trhy ostatně již týden koluje anekdota, jak Apple na poslední chvíli vyslal z Číny pět naložených letadel plných iPhoneů.

Menší podniky jsou podle JPM těmito problémy zasaženy více, zatímco větší firmy díky svým zkušenostem tyto výzvy lépe zvládají. V tomto období je pro firmy také obtížné uzavírat dlouhodobá strategická rozhodnutí, a proto uvidíme méně aktivity z pohledu fúzí a akvizic. Bankovní systém by však podle JPMorgan měl být zdrojem stability díky silným rozvahám a přebytečnému kapitálu. JPM odhaduje pravděpodobnost recese na 50:50. Jamie Dimon, CEO JPM, však poznamenal, že růst korporátních zisků za rok 2025 by mohl klesnout až k 0 %, nebo dokonce -5 % yoy. Očekává totiž, že mnoho firem bude revidovat celoroční výhled směrem dolů.

Mimo americké banky je nejdůležitějším *printem* týdne nizozemský producent EUV přístrojů **ASML (Investiční tipy)**. Dále budeme sledovat největší americkou hlinikárnu **Alcoa**, jejíž výsledky poslouží jako barometr pro momentální stav ekonomiky a průmyslové aktivity. Ve čtvrtek po zavření trhu zase představí svá čísla **Netflix**, který poprvé ve své historii nebude s investory sdílet aktuální počet předplatitelů. Na druhé straně by měl těžit ze slabšího dolaru, neboť více než 50 % jeho tržeb je generováno mimo Severní Ameriku.

## OČEKÁVANÁ DATA A UDÁLOSTI

Datum	Čas	Událost	Období	Konsensus	Předchozí
14.4.		Čína - Obchodní bilance, mld. USD	březen	74,4	31,719
15.4.	11:00	DE - Index očekávání ZEW	duben	10 %	51,6 %
15.4.	11:00	EMU - Průmyslová výroba, y/y	únor	-0,8 %	0 %
15.4.	14:30	<b>USA - Empire State Manufacturing index</b>	duben	-10	-20
16.4.	4:00	Čína - Průmyslová výroba, y/y	březen	5,8 %	6,2 %
16.4.	4:00	Čína - HDP, q/q	1Q	1,4 %	1,6 %
16.4.	4:00	Čína - Maloobchodní tržby, y/y	březen	4,2 %	3,7 %
16.4.	9:00	CZ - PPI, y/y	březen	0 %	-0,1 %
16.4.	11:00	EMU - CPI, y/y	březen	2,2 %	2,2 %
16.4.	14:30	USA - Maloobchodní tržby, m/m	březen	1,4	0,2
16.4.	15:15	USA - Průmyslová výroba, m/m	březen	-0,3	0,75
17.4.	14:15	<b>EMU - Jednání ECB, základní sazba</b>	17. duben	2,4	2,65
17.4.	14:30	USA - Nové žádosti o dávky v nezam.	12. duben	--	223
17.4.	14:30	<b>USA - Index filadelfského Fedu</b>	duben	6,7	12,5

## OČEKÁVANÉ FIREMNÍ VÝSLEDKY

Datum	Čas	Společnost	Období	Konsensus EPS
14.4.	13:30	<b>Goldman Sachs Group Inc/The</b>	03/25 Q1	12,258 USD
15.4.	12:45	<b>Bank of America Corp</b>	03/25 Q1	0,816 USD
15.4.	14:00	<b>Citigroup Inc</b>	03/25 Q1	1,841 USD
15.4.	22:00	Interactive Brokers Group Inc	03/25 Q1	1,912 USD
15.4.	Aft-mkt	United Airlines Holdings Inc	03/25 Q1	0,736 USD
16.4.	06:30	Nordea Bank Abp	03/25 Q1	0,324 EUR
16.4.	07:00	<b>ASML Holding NV</b>	03/25 Q1	5,696 EUR
16.4.	08:00	Heineken NV	03/25 Q1	
16.4.	Bef-mkt	WH Smith PLC	11/24 Q1	
16.4.	Bef-mkt	Abbott Laboratories	03/25 Q1	1,07 USD
16.4.	Bef-mkt	Prologis Inc	03/25 Q1	0,672 USD
16.4.	Aft-mkt	Alcoa Corp	03/25 Q1	1,663 USD
17.4.		Las Vegas Sands Corp	03/25 Q1	0,573 USD
17.4.	13:00	<b>American Express Co</b>	03/25 Q1	3,495 USD
17.4.	Bef-mkt	Pluxee NV	11/24 Q1	
17.4.	Bef-mkt	DR Horton Inc	03/25 Q2	2,722 USD
17.4.	Bef-mkt	<b>UnitedHealth Group Inc</b>	03/25 Q1	7,285 USD
17.4.	Bef-mkt	Truist Financial Corp	03/25 Q1	0,865 USD
17.4.	Bef-mkt	Blackstone Inc	03/25 Q1	1,076 USD
17.4.	13:30	State Street Corp	03/25 Q1	2,004 USD
17.4.	22:01	<b>Netflix Inc</b>	03/25 Q1	5,762 USD

Zdroj: Bloomberg

*Bef-mkt: firma zveřejní výsledky před otevřením příslušného trhu.*

*Aft-mkt: firma zveřejní výsledky po zavření příslušného trhu.*

*Odhady firemních výsledků jsou reprezentovány ziskem na akcii v jednotce příslušné měny.*

# Disclaimer

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 Šoták, Jakub Blaha, Matěj Víček. 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, 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 podniky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

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

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

jsou uveřejněny zde:

### Společnost

### Střet zájmů

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

### Odměna analytiků:

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

#### **Rizika a další všeobecné informace:**

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

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

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

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoli 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.