

Investiční výhled

Zvykáme si na chaos

2. července 2025

Výhled na 2H 2025

Ekonomika, měny, sazby

Investice, akcie, dluhopisy

Zhodnocení 1H 2025

- ♦ **V pololetí znovu stojíme před možnou vlnou cel, ale trhy jsou tentokrát o mnoho připravenější**
- ♦ **Vedle cel bude klíčovým tématem rozpočet a další možné Trumpovy výpady**
- ♦ **Výhled pro ekonomiku během 1H klesl, ale tak hrozné to nakonec nebude**
- ♦ **Snižování sazeb ECB je u konce, teď se vesla chopí Fed**
- ♦ **Odolnost ekonomik a příznivá měnová politika stojí proti špatnému fiskálu a politickým rizikům**
- ♦ **Největším problémem zahraničních investic je dolar**
- ♦ **Evropa má letos navrch díky Německu a dolaru, překvapila Praha**
- ♦ **Sektorově si naše doporučení stojí líp než regionálně**
- ♦ **Renesance AI, Inference is the name of the game**
- ♦ **Plošně je trh drahý kvůli cenám i velkému optimismu ohledně zisků**
- ♦ **Small cap dostal z politiky jenom negativa, u středních kapitalizací ještě zůstáváme**
- ♦ **Vyhledy pro dolar se kvůli Trumpovi podstatně zhoršily, koruna naopak těží z odolnosti ekonomiky**
- ♦ **Zlato může držet pozice díky dlouhodobé poptávce, ropa by už příliš klesat neměla**

Tomáš Vlk
Head of Research
vlk@patria.cz

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

Jakub Blaha
Equity Analyst
blaha@patria.cz

V pololetí znovu stojíme před možnou vlnou cel, ale trhy jsou tentokrát o mnoho připravenější

Po půl roce stále řešíme cla

V poločase roku se tak jako obvykle díváme na jeho průběh a případně upravujeme investiční teze, se kterými jsme do něho vstupovali. Nutno říct, že nejistota je mimořádná, ale řada našich klíčových tezí přesto nadále platí. A po půlroce chaosu přicházejícího hlavně z Bílého domu jsme se přece jen dozvěděli řadu věcí, které trhy posouvají směrem k větší odolnosti vůči vyšší úrovni nejistoty.

Začněme se cly, která zůstávají klíčovým tématem. Odbyli jsme si šok, který byl způsoben agresivní politikou Donalda Trumpa, jeho neustálými změnami postojů, ale také velkým podceněním ze strany trhu. Jak jsme varovali v prosinci, existovaly velice pádné argumenty, že cla zavedena budou, zatímco trh tuto možnost prakticky zcela ignoroval. Právě proto jsme si prošli silnou korekcí (resp. krátkým medvědíím trhem) vrcholící v dubnu.

V pololetí stojíme znovu před podobnou otázkou, tedy jestli přijdou další cla. Začátkem července (9.7.) vyprší odklad tzv. recipročních amerických cel. Navíc Trump nedávno varoval, že brzy zavede jednostranná cla na řadu zemí. Konkrétně už 12.6. řekl, že plánuje oznámení do dvou týdnů.

Schyluje se k další vlně vyjednávání a Trump si připravuje pozici – nic nového. Zároveň se už ví, jak se s Trumpem dohodnout. Fungují úplatky jemu nebo jeho rodině, příslib většího dovozu amerického zboží, ale také hrozba omezení klíčových dodávek nebo výprodej amerického dluhu. Může tedy dojít k zavedení dalších cel, ale dá se čekat jejich následné zmírnění a snaha o dohodu.

Vůbec to neznamená, že začátek července nemůže překvapit, ale trhy už nebudou nepřipravené a zvládnou šok o mnoho lépe. Korekce by tedy už neměly dosahovat dubnového rozsahu.

...ale není to jen o clech

Vedle cel bude klíčovým tématem rozpočet a další možné Trumpovy výpady

Bohužel je tu i několik negativních bodů. Když ještě zůstaneme u cel, tak tím prvním je, že cla opravdu zavedena byla a těžko zůstanou v ekonomice bez efektu. Že zatím příliš vidět není, nemusí být rozhodující, třeba Fed dopad cel nadále očekává. Efekt je povahou stagflační a ukrojí pár desetin procenta z růstu ekonomik, zatímco přidá na americké inflaci.

Už před novou červencovou vlnou jsou cla výš, než si trhy loni připouštěly, a stejně tak bude větší i jejich dopad. A jestliže jsme dříve počítali s pro-byznysovými kroky Trumpovy administrativy, které by cla kompenzovaly, nyní to už příliš nevypadá. V podstatě se omezují na prodloužení snížených firemních daní, se kterým se ale dlouho dopředu počítalo jako s hotovou věcí. Vlna deregulace a

úspor, kterou měl přinést úřad DOGE vedený Elonem Muskem, skončila v podstatě fiaskem.

Potvrzení nižších daní je součástí navrhovaného rozpočtového zákona (ano, toho velkého krásného), jenž už prošel pozměňovacím návrhy ve Sněmovně i Senátu a míří k finálnímu schválení. Aktuálně verze zároveň obsahuje pár nepříjemností.

Tou první je vliv na samotný rozpočet. Nutnost uspokojit všechny republikánské frakce vedla k prohloubení deficitního hospodaření. Podle CBO zákon během deseti let zvedne dluh o dodatečné asi 3 biliony USD (v závislosti na úrokových nákladech). USA letos přišly o AAA rating od poslední z velkých agentur, jejich dluh k HDP překonal 100 procent a zadlužování rychle roste, když deficit rozpočtu přesahuje 6 procent a výhledově se to nezlepší. Vláda se snaží úpravou výpočtu schovat navýšení dluhu před laickou veřejností, ale to na věci nic nemění.

Další problém skrývá sekce 899, která otevírá možnost zdanit výnosy z amerických aktiv investorům ze zahraničí, respektive vybraných zemí. To se nabízí jako zbraň, kterou by Donald Trump mohl použít ve vyjednávání o zahraničním obchodě. Dopad by mohl být potenciálně opravdu velký, a to i na USA. Navíc by to byl zásah do zavedených pořádků a tržních „jistot“, takže samotné vytažení této karty by podle nás dost citelně otřásl s finančními trhy.

Už samotná identifikace koncových držitelů amerických cenných papírů by byla velký problém. Americká vláda by se na takový krok musela připravit dlouho dopředu, aby dokázala investory rozlišit. Mezitím bychom čekali přesuny peněz z amerických aktiv pryč, a to v závislosti na výši daňové sazby.

Problém s odlivem investorů mají Spojené státy už nyní. Ačkoli předpokládáme postupný dlouhodobý proces realokace aktiv, je znát, že funkce dolaru a amerických dluhopisů jakožto bezpečného přístavu je značně narušena. Zdanění zahraničních investorů, na jejichž poptávce je financování americké vlády výrazně závislé, by zvedlo požadované výnosy, a tedy poslalo ceny dál dolů. Donald Trump přitom už ukázal, že vůči problémům na dluhopisovém trhu je docela citlivý. Pokud se tedy odváží k takovému kroku, bude podle nás donucen z něj vycouvat ještě rychleji než z extrémních cel. Mezitím bychom ale viděli další turbulence na trzích.

Ekonomický výhled se mírně zhoršil

Výhled pro ekonomiku během 1H klesl, ale tak hrozné to nakonec nebude

Celní smršť dolehla mimo jiné i na ekonomické vyhlídky a představy z konce minulého roku rychle přestaly být relevantní. Jenže situace se dynamicky vyvíjí dál a současný pohled už není tak negativní. V případě USA nyní předpokládáme letošní růst HDP kolem 1,7 procenta, tzn. už to není dvojka, ale místy to vypadalo i na horší výsledek. V případě eurozóny zůstává relevantní očekávaný růst o 1 procento, ačkoli během prvního čtvrtletí se představy přechodně

zhoršily. Německá fiskální podpora a závazek k většímu zbrojení jsou pro HDP podpůrné, dosavadní výkony za 1Q navíc překonaly očekávání.

Nic se nemění na tom, že zbytek roku i rok příští budou hodně závislé na celní politice, přičemž nás hned zkraje července čeká klíčové jednání USA – EU nastavující budoucí podmínky. Rizika už ale nejsou taková, jak hrozilo.

Inflace se podle očekávání projevila jako menší problém v eurozóně, kde jsme viděli pokles těsně pod 2procentní cíl a v kontextu celého roku by inflace blízko u cíle měla zůstat. Efekt cel směrem vzhůru na americkou inflaci se zatím nedostavil, což neznamená, že nepřijde. Právě cla zůstávají klíčovým rizikem směrem vzhůru, ovšem bude záležet na jejich výši. Naopak směrem dolů může působit slabší ekonomika. Odhady pro konec roku se posunuly nahoru, podle nás by ale inflace neměla nakonec vystoupat o moc výš, než je nyní, tj. zhruba ke 3 procentům.

Známostí zůstává, že efekt cel je stagflační. My se přitom nadále držíme názoru, že v delším výhledu zůstává větším rizikem dopad na ekonomiku než tlak na inflaci.

Čína byla už dopředu jasným terčem Trumpovy obchodní války, což se nakonec potvrdilo. Namísto snadného vítězství jsme se ale dočkali odvety a ústupu amerického prezidenta, díky čemuž nyní čínská ekonomika nečelí tak tvrdým podmínkám, jak hrozilo. Určité změny v nastavení jsou ještě pravděpodobné, nebudeme ale zatím opouštět odhad růstu HDP o 4,5 procenta.

ECB rychleji u konce cyklu než Fed

Snižování sazeb ECB je u konce, teď se vesla chopí Fed

ECB jede podle předpokládaného scénáře. V prvním pololetí snížila úrokové sazby o celý procentní bod, čímž se výrazně přiblížila dnu aktuálního cyklu. Do konce roku by měla přijít ještě jedna úprava směrem dolů, čímž by se hlavní refi sazba dostala na 1,90 procenta, respektive depozitní sazba na 1,75 pct.

Fed to má komplikovanější a letos se sazbami zatím nepohnul. Jak bylo zmíněno, cla působí na americkou ekonomiku stagflačně. Pro centrální banku je navíc velice těžké zasáhnout v prostředí velké nejistoty. Nakonec však absence velkých ekonomických dopadů umožňuje Fedu vyčkávat, aniž by hrozila velká chyba. Protože si myslíme, že rizika pro růst ekonomiky či zaměstnanost nakonec převáží, od Fedu čekáme v průběhu 2H uvolňování měnové politiky. Zůstáváme u názoru, že půjde o dvojí snížení celkově o 50 bps. Případně se ale může otevřít možnost třetího snížení, pokud inflace zůstane níž a trh práce potvrdí náznaky slábnutí.

Během druhého pololetí se bude pozornost čím dál více stáčet směrem k politice v příštím roce, kterou zřejmě podstatně ovlivní změna v čele Fedu. Jeromu Powellovi končí mandát v květnu 2026

a Donald Trump nepochybně za jeho nástupce vybere někoho silně holubičího, a především loajálního, v zájmu ovládnout i tuto dosud nezávislou instituci. Spolu s tím se dá čekat, že očekávaná trajektorie sazeb se bude posouvat dolů.

Makro implikace pro trhy

Odolnost ekonomik a příznivá měnová politika stojí proti špatnému fiskálu a politickým rizikům

Pro akciové trhy je pozitivní, že se zastavilo zhoršování prognóz pro růst hlavních ekonomik, a naopak sledujeme úpravy směrem vzhůru s tím, jak celní rizika do určité míry odezněla. Plus je také to, že se skoro nemluví o možnosti americké recese, což je téma průběžně vyplouvající na povrch už několik let. Zlepšování prognóz ale nebude trvat dlouho a podle nás se v případě USA nedostaneme zpět na úroveň představ z minulého roku (2+ pct). Prognózy pro ekonomiku samy o sobě nedávají důvod zhoršovat (top-down) výhledy pro firemní zisky. Výhled na letošek přitom trhy zajímá čím dál méně, přičemž pro příští rok sledujeme slušný nárůst optimismu.

Měnová politika je nastavena pro trhy „správným“ směrem, tedy k volnějším podmínkám. Utažení vypadá vysoce nepravděpodobně a tématem je hlavně rychlost poklesu sazeb v zámoří. I kdyby měl Fed s příštím krokem více otálet, případně snížit sazby méně, byl by to relativně malý šok, který akciové trhy snadno překonají.

Cla určitě představují riziko i nadále. Důležité však je, že si investoři prošli dubnovým šokem, nastudovali si chování hlavních aktérů a prověřili si, že akcie jsou nadále schopné dynamicky obrátit směrem nahoru. Díky tomu klesá citlivost na případné další šoky, během kterých se o to rychleji dostaví buy-the-dip taktika.

Větší riziko představuje vždy to, na co nejsou trhy připravené. V tomto ohledu se nabízí hrozba, že Donald Trump bude chtít svou pozici pro další vyjednávání podpořit necelními hrozbami. Šlo by například o zákaz obchodovat čínské firmy na amerických burzách či výše zmíněné zdanění zisků pro neamerické investory. I v takovém případě by ale šok byl menší díky znalosti, jak snadno dokáže Trump své postoje měnit.

Rozpočtová oblast představuje sice známé, ale potenciálně velké riziko. Klíčovým důsledkem je narušení pozice amerických státních dluhopisů jako bezrizikového aktiva. Jejich likvidita a velikost trhu samozřejmě nadále představují významné kvality, krach USA za rohem rozhodně není a panické výprodeje nečekáme. Ovšem důsledky pro trhy se najdou. Jedním z nich je snížená schopnost dluhopisů diversifikovat portfolio, neboť velmi často sledují stejné trendy jako akcie. Dalším důsledkem může být snižování durací v portfoliích s cílem pozvolna rostoucí riziko potlačit. A konečně, dlouhodobě pozorujeme nahrazování amerických dluhopisů zlatem v devizových rezervách, na což mohou navázat i defenzivní portfolia velkých institucí.

Bezpečnostní riziko v pololetí představuje hlavně Blízký východ. Tuto kapitolu ale můžeme v podstatě uzavřít. Opětovné rozhoření konfliktu není vzhledem k vyčerpanosti Íránu v blízké budoucnosti pravděpodobné. V lepším případě bude celá věc dohrána novou jadernou dohodou. V horším případě Izrael usoudí, že jaderná zařízení nebyla dostatečně zlikvidována a bude usilovat o svržení íránského režimu, což do oblasti přinese nový chaos. Pokud ale nepřijde ohrožení ropné infrastruktury, trhy budou reagovat opět pouze tlumeně.

Taiwanská krize nadále hrozí. Čína už prakticky nepřetržitě narušuje vzdušný prostor ostrovního státu a zvyšuje počty vojenských cvičení v oblasti. Společně s rostoucí čínskou silou klesá schopnost USA ostrov ubránit a o ochotě tak učinit lze s Trumpovou administrativou velmi pochybovat. Čína zatím tuto kartu nevytáhla v rámci obchodních jednání, neboť jí stačily vzácné zeminy.

S&P 500 nebo DAX se nacházejí už valuačně vysoko, P/E na očekávaných ziscích je zhruba jednu směrodatnou odchylku nad desetiletým průměrem. To sice neznačí extrémně předražený trh, ale ve skutečnosti valuace vysoko je, neboť samotný 10Y průměr je vysoký a P/E navíc stále více stojí na vysokých očekávaných ziscích pro příští rok.

Odhlédneme-li od fluktuací, které mohou během zbytku roku přicházet, trhy by měly mít tendenci se k aktuálním valuacím vracet. Jejich udržení spolu s předpokládaným cca 7procentním růstem EPS na úrovni indexu S&P 500 by implikovalo růst ke konci roku na úroveň 6300 bodů, tedy ze současné úrovně asi o 3-3,5 procenta. Celoroční růst o 7 procent by pak byl nižší, než jsme předpokládali loni v prosinci (10 pct), v kontextu nečekaně razantního nástupu politických rizik ale nejde o dramatické zhoršení výhledu. Pro srovnání, tržní konsensus (BBG) aktuálně počítá s mírným poklesem trhu (z aktuální úrovně).

Investiční strategie

Největším problémem je dolar

Rok Trumpa v názvu letošního investičního výhledu byl v dosavadním průběhu roku více než příhodným označením. Trh je takřka plně v područí mnohdy chaotických kroků americké administrativy. Tyto kroky mezitím „úspěšně“ nabourávají důvěru v dolar, jedno jestli skrze celní politiku, nezodpovědnou fiskální politiku, nebo tlak na Fed, a našinec investující v USA tak v korunách letos čelí opravdu vysoké laťce. Dolar má za sebou nejhorší první pololetí od roku 1973, když ztratil proti koši měn 11 %. Proti koruně je to bohužel ještě o něco horší, ta posílila v 1H25 proti dolaru dokonce o 14 %.

Diverzifikace směrem od dolarových aktiv bude navíc pravděpodobně pokračovat, byť by se tempo oslabování dolaru mohlo v 2H25 zmírnit. Pro některé hráče to dává geopolitický smysl (Čína), pro jiné zase ekonomický (Evropa, Japonsko). Slábnoucí a

volatilní dolar zdražuje měnové zajištění pro zahraniční investory, načež se eurové a jenové bondy stávají z pohledu lokálních investorů po dlouhé době konkurenceschopnou alternativou k *Treasuries*. Přímou implikací pro naši letošní strategickou alokaci je nefunkčnost úročené dolarové hotovosti jakožto bezpečného přístavu (pro korunové investory). Poté, co jsme v závěru loňska v rámci doporučené strategie pro letošek opustili americkou duraci, stáhneme se v pololetí i z úročené dolarové hotovosti. Tím spíš, že úrokový diferenciál, který doposud nahrával dolaru, se bude v 2H25 zmenšovat s tím, jak se Fed postupně vrátí k uvolňování měnové politiky.

Tradiční zajištění bud'to nefunguje, nebo je drahé

Problém je v tom, že tradiční kandidáti na zajištění portfolií kvůli politice americké administrativy bud'to nefungují (dolar, *Treasuries*), anebo jsou už hodně drazí (zlato). Z tenčící se množiny se tak nabízí třeba tradiční japonský jen, nebo netradičně evropské kapitálové trhy. Ve srovnání s USA nyní překvapivě obstojí i evropské dluhopisové a akciové trhy, zejména vezmeme-li v potaz měnová rizika.

Evropa má letos navrch díky Německu a dolaru, překvapila Praha

Hodně se toho letos napsalo o relativním výkonu evropských akciových trhů, ovšem bez Německa a slabého dolaru by to až taková hitparáda nebyla. Index Stoxx Europe 600 v eurovém vyjádření letos připisuje bezmála 6 %, stejně jako americký S&P 500 v dolarech. Německý DAX ale v eurech posílil o bezmála 20 % a pražský PX index v korunách dokonce o 22 %. Jeho letošních +43 % v dolarech je už jen tragikomickou tečkou za Trumpovým prvním pololetím, a bohužel i naší dlouhodobou preferencí pro americký akciový trh.

Sektorově stojíme líp než regionálně

Sektorově stojíme letos o dost líp než regionálně, když evropským trhům vévodí banky (+28 % ytd) a zbrojaři (VanEck Defense ytd +40 % v GBP, +54 % v USD). Přes slabý březen, kdy se ústředním narativem stalo staronové riziko americké (celní) recese, si nadále vedou dobře i americké banky, které letos připsaly zhruba dvojnásobek benchmarku (KBW Bank Index +10 % ytd). Co se týče zbrojařů, v závěru loňska jsme cílili především na červnový summit NATO, který měl přinést závazek členských zemí k navýšení výdajů na obranu na 5 % HDP, což se také stalo. Dávno předtím nás ale předběhly německá vláda a Bundestag, které schválily fiskální expanzi za 500 mld. EUR, která bude do velké míry směřovat do zbrojení. Rheinmetall (náš loňský tip z ČIK) díky tomu letos zadupává do země veškerou konkurenci s +190 % ytd.

Renesance AI

Dalším pilířem letošní strategie byly Mag7 tituly. Přestože start vypadal bledě, během výsledkové sezóny za 1Q25 došlo k celkem překvapivé renesanci AI, načež se k mohutnému odrazu nadechly nejen Mag7 tituly, ale jejich zásluhou i index Nasdaq 100 (ytd +8 %, od dubnového dna +33 %), a především polovodiče (ytd +11 %, od dubnového dna +54 %).

A to je přesně důvod, proč bychom na americkém akciovém trhu setrvali i přes oslabující dolar. AI považujeme za strukturální téma a pro ty nejatraktivnější jména v odvětví zkrátka zůstanou domovským trhem USA. Od dubnového dna na trzích jim znovu dokáže konkurovat jen máloco. Povětšinou to zvládnou jen dosti spekulativní tituly jako např. NET, UPST, nebo čerstvě listovaný CRWV. Situace v tomto tržním segmentu ovšem od dubna stále více připomíná nyní už nechvalně proslulé nákupní horečky z konce let 2021 a 2024, a tak bychom se do tohoto rizika nyní raději nepouštěli.

Inference is the name of the game

Renesanci AI opíráme o tři zásadní momenty výsledkové sezóny, které se odehrály na konferenčních hovorech k výsledkům AMD, Nvidie a Oraclu. Všechny tři mají společného jmenovatele, který naznačuje, že těžiště poptávky se pozvolna přesouvá od tréninku velkých jazykových modelů směrem k tzv. *inference*, což je termín označující jejich používání. Přestože AMD letos upustila od samostatného výhledu pro segment grafických akceleratorů pohánějících AI data centra, což bylo trhem původně přijato jako zklamání, rodina MI355, a zejména nástupce MI400 pro příští rok, pozvolně dotahují náskok Nvidie. To platí ještě víc, vezmeme-li v potaz nižší související náklady, které nabývají u inference na významu, a integraci GPU a CPU jednotek, kde má AMD již poměrně dlouhou expertizu. Z našeho pohledu tudíž roste pravděpodobnost, že naše investiční teze přece jenom dojde naplnění, a AMD si nakonec ukousne nezanedbatelnou část celkového koláče, zejména ve výpočetně méně náročných aplikacích, kde jsou mimo výkon důležitým parametrem náklady. CEO Lisa Su zároveň očekává pokračující rychlý růst onoho koláče, když by se měl dle jejího odhadu globální trh s grafickými akcelerátory během příštích tří let podívat na 500 mld. USD. Pro kontext, je to zhruba dvojnásobek současného stavu. Jenom američtí hyperscaleři (MSFT, GOOGL, META, AMZN – všechno Investiční tipy) mají letos v plánu proinvestovat zhruba 350 mld. USD.

Zatímco AMD konečně vysílá signály správným směrem, hlavní konkurent Nvidia pokračuje ve výsledkové krasojízdě, a to i přes negativní dopad nových čínských sankcí (postihly i výsledky/výhled AMD). Jedna věta CEO Huangy nás přesto zaujala ještě víc než blockbuster čísla. Jensen Huang se nechal slyšet, že objem tzv. *tokenů* generovaných v rámci inference se za pouhý rok zdesetinásobil. A konečně, na prudce rostoucí adopci AI ukazuje i vyjádření vedení Oraclu, které prý takovou poptávku ještě nikdy nevidělo, když zákazníci bez váhání berou veškerou cloudovou AI kapacitu, kterou je společnost schopna nabídnout.

Plošně je trh drahý

S plošnou investicí do trhu je to navíc opět trochu ošemetné, což jsme naznačovali už koncem dubna v rámci *Random Thoughts*. Akciové trhy totiž začaly v únoru padat z výrazně prémiových úrovní, načež je i expresní medvědí trh dostal pouze na úroveň (beztak spíš vyšších) historických průměrů, od kterých se po odrazu opětovně vzdálily už o víc než jednu směrodatnou odchylku. Je

zároveň otázkou, na kterou odpoví až konečná podoba americké obchodní, potažmo fiskální politiky, jestli je bezbřehý optimismus ohledně růstu korporátních zisků v příštím roce (tržní konsenzus aktuálně +13,5 % yoy) položený na reálných základech. Jinak by se nynější 23násobek očekávaných zisků mohl posunout ještě o něco výš.

Small cap dostal jenom negativa

Přestože z valuačního hlediska je prémie koncentrovaná spíše na vrcholu než na dně pyramidy, jak malé, tak střední tržní kapitalizace letos za našim očekáváním, a taky tržními benchmarky, citelně zaostaly. Důvody nejspíš najdeme ve faktu, že Trumpova administrativa zatím doručila veškerá očekávaná (a některá neočekávaná) negativa, ovšem prakticky žádná slibovaná pozitiva v podobě volnější daňové nebo regulatorní politiky. U středních tržních kapitalizací díky obecně nižším valuacím ještě setrváváme, ale *small cap* jsme opustili už během prvního pololetí. Defenzivní funkci v akciových portfoliích zatím celkem obstojně plní utility, které letos v USA připsaly +8 %.

Pro obecně spíše prémiové valuace by měl být po zbytek roku oporou Fed, který s největší pravděpodobností směřuje k o něco volnější měnové politice; ovšem poslední slovo budou mít nejspíš opět cla. Z valuačního hlediska se pak jako alternativa nabízí Evropa.

Dolar kvůli Trumpovi na ústupu

Vyhlídky pro dolar se kvůli Trumpovi podstatně zhoršily, koruna naopak těží z odolnosti ekonomiky

Jak už vyplynulo z textu výše, v měnové oblasti jsme byli donuceni učinit podstatnou změnu oproti loňskému prosinci, kdy jsme publikovali celoroční investiční výhled. Nevěřili jsme, že Donald Trump toho udělá tolik, aby podkopal důvěru v dolar. Ovšem stalo se a dolar byl v prvním pololetí pod tlakem, ze kterého se ještě úplně nevymanil. Nepomohly ani stabilní sazby Fedu, který na rozdíl od ECB s uvolněním měnové politiky stále vyčkává.

Problém dolaru je nyní především silně deficitní rozpočet a změněná pozice dluhopisů. K tomu je třeba přidat zavírání USA do sebe, rostoucí překážky pro (dominantně dolarový) zahraniční obchod nebo Trumpovy útoky na šéfa Fedu a sílící tlak na snížení sazeb. Dolar ztrácí schopnost reagovat jako bezpečné aktivum, které profituje z nervozity na trzích, a naopak v takových chvílích slábne.

Pozice spekulující proti dolaru jsou velké a návrat k normálu může americké měně krátkodobě pomáhat. Bohužel ale nevidíme ani náznakem snahu o rozpočtovou konsolidaci. Navíc trhy budou čím dál víc hledět do příštího roku, kdy nás nejspíš čeká posun měnové politiky holubičím směrem. Vyhlídky pro dolar tedy nejsou dobré. Eurodolar by se měl dál pohybovat v pásmu 1,10-1,20 s tendencí postupovat k jeho horní hranici a přibývajícím riziky během příštího roku. Pokud USA otočí směrem k nápravě rozpočtu nebo otočí z politiky slabého dolaru, dostane dolar šanci. Stejně tak by změnu

nejspíš přinesly jednostranné ekonomické či bezpečnostní problémy Evropy.

Pro korunového investora s americkými aktivy se nabízí možnost měnového zajištění proti dalšímu propadu dolaru. Forwardová křivka je skloněna jen mírně dolů vzhledem k podobnému úročení na USD a CZK, takže lze fixovat blízko aktuálního kurzu.

Také koruna nás v prvním pololetí překvapila. Její výrazné posílení k dolaru je hlavně dílem slabosti americké měny, koruna ovšem zpevnila také na páru s eurem. Ani tento pohyb ještě nemusí být úplně u konce, v závěru roku předpokládáme kurz 24,60. Odolnost ekonomiky a ustálení domácích sazeb citelně nad úrovní eurozóny by mělo koruně pomoci dobyté pozice hájit.

Co se týče ČNB, ta na červnovém zasedání dala jasně najevo, že kvůli inflačním rizikům nebude prozatím sazby dál snižovat. Do konce roku vidíme šanci na ještě jedno snížení, pokud zpomalí inflace a mzdy. Je však možné, že sazby na současných 3,50 pct dosáhly už svého dna v rámci tohoto cyklu.

Zlato a ropa

Zlato může držet pozice díky dlouhodobé poptávce, ropa by už příliš klesat neměla

Růst ceny zlata a pokles ceny ropy jsou teze z našeho půl roku starého investičního výhledu, které se stihly potvrdit už v pololetí. Zafungovaly faktory, o kterých jsme se zmiňovali. V případě zlata je to snaha o diversifikaci směrem pryč z dolaru a obava z vysokých emisí dolarového dluhu. U ropy potom sehrál roli převis nabídky a snížená schopnost OPEC+ s tím bojovat. Krátké boje v Íránu se na ropě sice projeví, ale pouze přechodně a tento faktor rychle mizí ze scény.

Na současných úrovních kolem 68 USD už nevidíme velký prostor pro propad cen ropy, po zbytek roku by tak cena měla jít většinou do strany s menší tendencí ztrácet. Zlato se po letošním výrazném růstu ustálilo a zdá se, že kolem 3400 USD by trh mohl hledat rovnováhu na delší období. Podpůrné faktory pro zlato jsou ale dlouhodobé, zájem strategických investorů či centrálních bank podle nás bude trvat i nadále. Navíc se zlato dokázalo vyprofilovat jako bezpečné aktivum a reaguje pozitivně na tržní otřesy, zatímco vlna optimismu mu následně nepřinesla vážné ztráty. To v minulých letech vůbec nebylo zvykem a návrat ke kořenům v podstatě zařídila snížená důvěra v dolar.

Zhodnocení 1H 2025

Akciové trhy zakončily první polovinu roku 2025 na historických maximech, což je výrazný obrat oproti situaci z počátku druhého čtvrtletí. Podobně jako při pandemii COVID-19 trvalo zotavení místo měsíců jen týdny. Index S&P 500 překonal hranici 6 200 bodů a Nasdaq 100 také uzavřel pololetí na rekordních hodnotách. Tento růst podpořil optimismus investorů, změna sentimentu a strategie „buy the dip“.

Hlavním impulzem pro oživení trhů bylo ale bezesporu odložení nesmyslně vysoko nastavených recipročních cel, kdy se ukázalo, že prezident Trump dokáže pod tlakem rychle měnit postoje. USA již uzavřely obchodní dohody s Velkou Británií a Čínou a další se očekávají do 9. července, kdy vyprší 90denní odklad. Navzdory obavám se inflace způsobená cly zatím nerozjela a připravovaný zákon „Big Beautiful Bill“ má vedle velkých rizik dál podpořit ekonomiku navýšením fiskální expanze.

Dalším významným faktorem byl také oslabující dolar, který zvyšuje zisky technologických firem, které často generují většinu svých tržeb v zahraničí. Mezi takové společnosti z našich *Investičních tipů* patří například **Uber** (+46 % ytd), **MercadoLibre** (+46 % ytd) nebo **Meta** (22 % ytd). Naopak oslabující dolar škodí menším společnostem, které generují podstatnou část obrátu v USA a často musí sahat na marže kvůli zdražujícím se komponentům ze zahraničí. I proto byla naše investiční teze ohledně small a mid capů tímto vývojem výrazně narušena.

Naopak se nám velmi povedla sázka na bankovní sektor. Přetrvávající vysoké úrokové sazby umožnily bankám dosahovat atraktivních úrokových marží. Zároveň došlo k výraznému oživení v oblasti fúzí a akvizic, kdy firmy opět začaly realizovat strategické transakce, čímž banky profitovaly z poradenství a strukturování obchodů. Finanční trhy navíc začaly ožívat i co se nových emisí týče. Mezi nejúspěšnější IPO v první polovině 2025 patří společnosti **CoreWeave** (+290 % od IPO), **Circle Internet Group** (+521 % od IPO). Významnou roli ve prospěch bank sehrála také zvýšená volatilita na finančních trzích, která vytvořila ideální podmínky pro obchodní divize.

Mezi další velmi úspěšné doporučení ještě letos můžeme zařadit **Newmont**, **Palantir Technologies** a **Dollar General** (vše *Investiční tipy*) a pokud se podíváme na 10 nejvýkonnějších akcí z indexu S&P 500 za letošek, hned 4 mohou investoři najít v našem *Conviction listu*. Zatímco tedy v roce 2024 platilo, že bez Mag7 je velice obtížné porazit index, letos je doposud nejlepší z Big techu Meta až na 56. pozici z indexu S&P 500. Naopak **Tesla** nebo **Apple** jsou v indexu na samotném chvostu a patří mezi 50 nejhorších akcí.

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 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 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 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.