

# Investiční výhled

## Kde je vrchol AI cyklu?

Výhled na 2026

Ekonomika, měny, sazby

Investice, akcie, dluhopisy

Zhodnocení 2H 2025

5. prosince 2025

- ◆ **Dopad cel na trhy v roce 2025 bohatě vykompenzovala vlna nadšení z umělé inteligence**
- ◆ **Trump už není ta neřízená střela ze začátku druhého mandátu**
- ◆ **Americká ekonomika by měla držet tempo, Evropu podpoří vládní výdaje**
- ◆ **Dokáže trh vstřebat nové dluhopisy bez podstatného navýšení výnosů?**
- ◆ **Personální politika a dluhopisy ovlivní chování Fedu v příštím roce**
- ◆ **Zvedání sazeb BoJ hrozí spustit rušení carry obchodů**
- ◆ **Čína jde tvrdě za růstem a budováním vlastních technologických kapacit**
- ◆ **Před námi je příznivé makro prostředí, rostoucí zisky, ale také vyhrocenější rizika**
- ◆ **Projekce růstu ziskovosti dávají solidní základ pro pokračující vzestup indexu S&P500**
- ◆ **Vnější podmínky zůstávají příznivé, trh i zisky táhne AI**
- ◆ **Jsme v bublině?**
- ◆ **Rizikem jsou vysoké valuace a profitabilita**
- ◆ **V AI zůstáváme, ale nově lovíme jinde**
- ◆ **Dolar může dál ustupovat, na zlatu čekáme nákupní podporu i po rally z roku 2025**

Tomáš Vlk  
Head of Research  
vlk@patria.cz

Branislav Soták  
Senior Equity Analyst  
sotak@patria.cz

Jakub Blaha  
Equity Analyst  
blaha@patria.cz

## Dopad cel na trhy bohatě vykompenzovala vlna nadšení z umělé inteligence

## Nvidia a spol. zastínily Trumpa

Rok 2025 začínal jako rok Trumpa a cel, aby skončil jako rok umělé inteligence. Výrazný březnový/dubnový propad se akciím podařilo úspěšně vybrat. Zpočátku sehrála očekávání, že „Trump vždycky vyměkne“, ale postupně mělo větší vliv, že se jeho cla podařilo ekonomice zvládnout bez vážného dopadu na agregátní úrovni. Důležitou roli v tom sehrály i masivní investice do umělé inteligence. A právě téma umělé inteligence pak mělo výrazný vliv na rychlost, s jakou akcioví investoři hodili cla za hlavu. Nakonec si díky tomu Nasdaq během roku připsal skoro 25 % a S&P500 přes 17 %, než ve čtvrtém kvartálu zisky o něco korigovaly.

Téma AI jsme měli rozhodně za živé i během období určitého útlumu, ačkoli nás překvapilo, s jakou silou se následně vrátilo. Nyní je každopádně jasné, že mu bude třeba věnovat pozornost i v roce příštím. Spolu s tím vidíme řadu dalších témat, která mohou různou intenzitou zasáhnout do hry. Znovu je to politika včetně voleb, vývoj inflace a chování centrálních bank, rostoucí rizika plynoucí ze zadlužení a nakonec i ta cla. Postupně si je tedy probereme.

## Trump už není ta neřízená střela ze začátku druhého mandátu

## Politiku budou ohýbat blížící se volby

Hlavním politickým tématem končícího roku byla cla, jejichž vliv na finanční trhy ale postupně vyprchal. Po otřesech v březnu a dubnu měly zprávy o clech čím dál menší dopad. Převládlo přesvědčení, že nakonec nebude tak zle, neboť americký prezident ustoupí a cla nestihnou mít negativní dopad na ekonomiku.

Efektivní clo se po všech překotných změnách a úpravách drží u 18 %, nejvyšší od roku 1936. Cla zároveň zůstávají klíčovou zbraní v arzenálu Donalda Trumpa. Přesto dochází k důležitým změnám a zdá se, že Trump už není ta neřízená střela ze začátku druhého mandátu. Poznal, že ne všechny země si nechají jeho cla líbit, některé mohou velmi tvrdě odplácet, že cla opravdu dokáží tlačit ceny výš, a především že obavy voličů z růstu životních nákladů táhnou dolů hodnocení jeho vlády.

V této souvislosti je třeba připomenout, že v listopadu 2026 jsou na programu midterm volby, které obmění Sněmovnu a třetinu Senátu. Průzkumy jsou zatím velmi předběžné, ale přisuzují vedení demokratům.

Ve výsledku lze čekat, že se Trump během roku 2026 bude chtít vyhnout krokům, kterými by riskoval negativní efekt na spotřebitele. Už na podzim 2025 sledujeme, že z cel potichu ustupuje. Přibyly nové mezistátní dohody snižující cla, stovky výjimek a naposledy byly z cel osvobozeny i některé potraviny. Nejde o nic jiného než snahu podpořit volební preference. Tento proces by mohl pokračovat i dál spolu s tím, jak administrativa bude

tlačena do zmírnění negativních dopadů své politiky. Ačkoli tedy nelze vyloučit krátkodobé přitvrzení třeba v případě dalšího vyhocení vztahů s Čínou, trend čekáme směrem k mírnějším tarifům, což by mělo tlumit dopad na ekonomiku a trhům vyhovovat.

Situace kolem cel se může rozčeřit už nyní na přelomu roku. Americký Nejvyšší soud má rozhodnout o tom, jestli uvalení důležitých cel (reciproční cla, 10% plošné clo, extra sazby na vybrané zboží...) bylo legální. Pokud ne, Trumpova vláda rychle sáhne po jiných zákonech, na jejichž základě cla obnoví. Hlavní problém by byl se zmatkem, který by s tím nutně přišel, a s rozpočtem, pokud by vláda musela vracet nelegálně vybraná cla.

Kromě cel se může opět stát tématem shutdown, tedy omezené financování americké vlády. Listopadová dohoda pro většinu oblastí platí pouze do konce ledna, načež musí dojít k prodloužení. Zkušenost z roku 2025 i předchozích případů ukazuje, že shutdown nemusí být velký problém pro trhy celkově. Přesto se určitý efekt dostavit může. Spory se mohou znovu točit hlavně kolem zdravotnictví, přičemž cílem demokratů jsou v podstatě větší státní příspěvky (resp. prodloužení odpočtů apod.). Republikáni budou s blížícími se volbami pod tlakem ustoupit, zvláště pokud potrvá nelibost spotřebitelů kvůli cenám. Shutdown tedy může dopadnout spořádaným prodloužením financování, ale pokud ne, čekali bychom větší výdaje na zdravotnictví a další tlak na rozpočet.

## Kondice ekonomik a inflace

**Americká ekonomika by měla držet tempo, Evropu podpoří vládní výdaje**

Americká ekonomika by měla držet tempo a růst i v příštím roce asi o 2 %. Očekávání se už řadu měsíců zlepšují s tím, jak klesají obavy z dopadu cel. Přesto se cla zřejmě projeví ve struktuře ekonomiky. Větší příspěvek může přijít ze strany čistého exportu, zatímco domácí spotřeba i investice by měly podle odhadů zpomalit.

Rizikem je trh práce, který v druhé polovině roku 2025 ukazuje překvapivou slabost. Pokud by měl dál chladnout, na ekonomice se to projeví negativně. Na druhou stranu ovšem dochází k poměrně citelné změně struktury spotřeby, která se koncentruje u nejbohatších domácností. 10 % nejbohatších stojí zhruba za polovinou spotřeby, což je historicky nejvíc. Díky tomu klesá zranitelnost spotřeby slabým trhem práce, ale na druhou stranu roste citlivost především na ceny akcií či nemovitostí.

Sílicí zpětná vazba znamená, že rostoucí akciový trh podporuje spotřebu, ekonomiku a tím i zpětně sentiment na trhu. A fungovat to samozřejmě bude i naopak v případě propadu akcií.

Inflace v zámoří zůstane zvýšená, na čemž se shoduje trh s Fedem. Hodnoty by mohly zůstat u letošních 3 %.

Eurozóna nakonec pozitivně překvapuje svými výkony během roku 2025, načež v roce následujícím může navázat růstem HDP lehce přes 1 %. To by znamenalo mírné zpomalení. Relativně slabá dynamika se pak dá čekat i u jednotlivých složek. Strukturální změny doléhající na průmysl jsou problémem, jako kompenzace se ale rýsuje pokračující snaha vlád o podporu. Především bude nabíhat německý fiskální plán zaměřený hlavně na obranu a infrastrukturu, který by měl povzbudit k vyššímu růstu klíčovou ekonomiku eurozóny, jež je zároveň momentálně hlavní brzdou.

S inflací v eurozóně nebude problém, měla by zůstat u 2 %. Domácí inflační tlaky nebudou riziko a EU nezavádí plošná cla, která by inflaci zvedla skrze dovozní ceny. Naopak lze čekat pokračující agresivní cenovou politiku u čínského zboží, která bude inflaci v EU ovlivňovat negativně – směrem dolů.

## Dluhy dlouho nejsou problém...

**Dokáže trh vstřebat nové dluhopisy bez podstatného navýšení výnosů?**

Problém vysokého zadlužení veřejného sektoru je dlouhodobý a neudržitelnost současné trajektorie vládních financí v řadě zemí vypadá jako poměrně jasná záležitost. Na druhou stranu, to se dá opakovat už mnoho let a zatím se problém vždy podařilo odsunout do budoucnosti. Nedokážeme odhadnout, kdy začne tento problém výrazně dopadat na finanční trhy, přesto je dobré zdůraznit, že napětí se stále stupňuje a riziko už narostlo tak, že je třeba se mít na pozoru. Dluhy dlouho nejsou problém ...až najednou ano.

Jako zásadní vnímáme otázku, zda trh dokáže vstřebat velké objemy nového dluhu bez toho, aby si investoři řekli o podstatně vyšší výnosy, které by dlužníky dostaly do problémů.

Pro rok 2026 jsou rozpočtové deficity pro hlavní země projektované následovně: USA 6,4 % HDP, Německo 3,5 % HDP, Francie 5,5 % HDP, Británie 3,6 % HDP, Japonsko 3,1 % HDP. Ve všech zemích jde o nadměrně deficitní hospodaření, přičemž „dobrovolná“ konsolidace financí vypadá jako politické sci-fi.

Bezrizikovitost státních dluhopisů bývala samozřejmostí, ale trh už to tak nebere. Varováním bylo ostatně i několik snížených ratingů pro americké Treasuries, pro trhy dlouho nezpochybnitelný bezpečný přístav. Novou konkurencí se pro ně stávají například dluhopisy největších technologických firem. Ty už emitovaly bondy za desítky miliard USD (za vysoké poptávky) a do roku 2028 se chystají pro další kapitál za 1,5 bilionu. Nabízejí prakticky stejné výnosy jako vládní dluhopisy. Apple nebo Alphabet přitom mají stejný rating jako vláda, Microsoft dokonce vyšší, když si drží AAA.

Předpokládaný úspěch nejbonitnějších emitentů nepochybně naláká i další firmy; HSBC čeká růst emisí IG bondů v zámoří příští rok o 13 %. To jen dál zvedne konkurenci v soupeření o kapitál.

Na straně poptávky už chybí velice důležitý kupec – západní centrální banky. Svým QT naopak fakticky zvedají objem dluhopisů na trhu. Fed se zmenšováním bilance končí, ale ECB dál pokračuje.

Také další zásadní kupec zejména amerických dluhopisů je z trhu pryč – Čína. Ta se naopak ze strategických důvodů rozhodla diversifikovat portfolio svých rezerv pryč z dolaru, odkud plyne například vyšší poptávka po zlatu. Stejný dlouhodobý trend se dá čekat i u dalších zemí BRICS.

A do třetice je tu Japonsko, vůbec největší zahraniční věřitel Spojených států. Japonské fondy či další investoři dlouho čelili extrémně nízkým výnosům domácích bondů, které od 2016 až do covidu balancovaly kolem nuly či lehce nad ní. Jenže od té doby 30Y výnos stoupl už nad 3,3 %. Při zvýšené inflaci, zamýšleném vládním stimulu a omezování kontroly výnosové křivky BoJ se přitom dá čekat další nárůst. Zejména pro japonské investory, platící navíc za měnové zajištění, se domácí dluhopisy stávají konkurenceschopné vůči americkým. Japonské papíry zároveň lákají i zahraniční investory a posouvají se výš v souboji o globální kapitál.

V Evropě se do velkého stimulu pustilo Německo, ale to by pro dluhopisové trhy neměl být problém. Británie s novým rozpočtem balancuje na hraně, ale od trhu už dostala nejedno varování a vypadá to, že se podle toho bude řídit. Největším problémistou je nyní Francie, kde rozpolcená politická scéna nedává šanci na konsolidaci rozpočtů a zřejmě bude třeba, aby dostatečně silný impuls dodal právě dluhopisový trh. Riziko v tomto případě nemíří na globální akcie jako spíše na euro.

A pak je tu Nizozemsko. Jeho penzijní systém patří mezi největší na světě, neboť tamní penzijní fondy spravují aktiva za 1,9 bilionu EUR. Probíhající reforma systému, zrušení definované dávky a přechod na life-cycle princip znamená realokaci velkých pozic z dlouhých dluhopisů do rizikovějších aktiv. To na jednu stranu může v nejbližších letech evropským akciovým trhům pomáhat, ale zároveň hrozí stres na dluhopisovém trhu. Před hrozícím výprodejem už varovala i ECB.

## Fed a personální šachy

### Personální politika a dluhopisy ovlivní chování Fedu v příštím roce

Finanční trhy mají velmi rády, když měnová i fiskální politika drží otevřená stavědla a zvedá přítok likvidity. A pokud se nic po cestě nepokazí, pro příští rok to vypadá na příznivé podmínky.

Úrokové sazby Fedu zůstanou na sestupné dráze a řešit můžeme jen rychlost. Trh nyní počítá s poklesem základní sazby do konce 2026 na 3 %, zatímco samotný Fed v zářijové prognóze předpokládal 3,4 %. Následně by sazby měly klesat už jen velmi pomalu. Z ekonomického pohledu se dá říct, že motivací pro uvolňování politiky bude slabý trh práce a brzdou odolná inflace.

Podle nás se ale nakonec mohou do hry významně zapojit faktory, na které běžně nejsme zvyklí.

Jde především o politiku a dluhopisový trh. Donald Trump se svou vládou řeší, jak získat co největší kontrolu nad měnovou politikou, zatímco centrální banka ho v tom může brzdit. Budeme tedy sledovat personální šachy a jasno možná bude až za půl roku.

Mandát J. Powella v čele Fedu končí v květnu 2026 a Trump tedy bude mít možnost jmenovat nového předsedu. Jenže Powell navzdory zaběhlé praxi nemusí Fed opustit úplně, jako guvernér může setrvat až do ledna 2028. To Trumpovi komplikuje situaci, a jestli chce jmenovat někoho zvenčí, nemůže čekat na květen.

Jestliže má do čela Fedu přijít někdo zvenčí, musí ho Trump jmenovat už v lednu, kdy končí Stephen Miran (dokončující mandát po odstoupení A. Kuglerové). Následně by vyčkal, jestli Powell opravdu úplně opustí centrální banku, a případně jmenoval ještě dalšího guvernéra (klidně znovu Mirana).

Trump údajně nového předsedu už vybral, ale v době zpracování našeho reportu ještě jméno nezveřejnil. Jako o hlavním favoritovi se mluví o Kevinu Hassetovi, tedy současném Trumpově poradci. Jeho hlavní kvalifikací je loajalita a ochota tlačit sazby dolů.

V případě, že by Trump zvolil Mirana, rovnou ho v lednu jmenuje do druhého období. A jestli by to byl Christopher Waller, je to jedno, neboť ten už je nyní guvernér. Další z možných kandidátů by byl ještě Kevin Warsh, který by podobně jako Hasset musel přijít už v lednu.

Powell nadále takticky mlčí o tom, jestli v květnu úplně opustí Fed, takže Trumpa tlačí do prvního kroku. Sám se následně bude moci rozhodnout, jestli svou pozici guvernéra opustí, či nikoli.

Je jasné, že příštím předsedou se stane někdo silně holubičí a více či méně loajální Trumpovi. Variantou nejvíce navazující na současný Fed by bylo předsednictví Ch. Wallera a setrvání J. Powella jako řadového guvernéra. Posun holubičím směrem by tak byl poměrně malý. Opačný extrém představuje Fed bez Powella a ve vedení někdo z kandidátů silně loajálních k Trumpovi, tj. Hasset nebo Miran. Tak jako tak, tendence snižovat sazby by měla posílit, akcent na tlumení inflace oslabí, a v extrémě dokonce narostou pochybnosti o připravenosti Fedu proti ní bojovat.

Tím se dostáváme k dluhopisovému trhu. Právě jeho reakce mohou kroky Fedu ovlivňovat. Zatímco krátký konec výnosové křivky centrální banka může přímo ovlivnit sazbami, dlouhý nikoli. Na přelomu roku delší výnosy klesají spolu s rostoucími sázkami na nižší sazby. Takové chování je určitě vítané, a dokud to takto bude fungovat, holubice v měnovém výboru mohou tlačit na pilu. Problém by nastal v momentě, kdy se objeví pochybnosti o zkrocení

inflace, případně když trh začne reagovat na velkou nabídku dluhopisů ze strany vlády. Tehdy by Fed paradoxně dalším uvolňováním situaci zhoršoval a musel si minimálně vybrat přestávku.

### **Zvedání sazeb BoJ hrozí spustit rušení carry obchodů**

ECB by v roce 2026 sazby měnit neměla, ačkoli je zde určitá šance na jeden krok směrem dolů. S inflačním výhledem v souladu s cílem a při mírně rostoucí ekonomice může být banka s 2% sazbami spokojená i delší dobu a změna by nastala jen v případě nového šoku.

Větší téma by v příštím roce mohla být politika BoJ. Jak už naznačujeme výše, dlouho zaběhané pořádky se mění, Japonsko už není země s nulovou inflací a nulovými sazbami a od BoJ se čeká další utahování. Základní sazba může znovu stoupnout už na zasedání v prosinci 2025, načež by měla pomalu růst i v roce 2026. Třebaže změny nevypadají velké (základní sazba za rok z -0,1 na 0,5 % a následná stabilita), ve skutečnosti jde o velký kvalitativní posun.

Japonský jen dlouhodobě funguje jako financující měna v rámci carry obchodů. Jejich výkonnost úzce závisí na slabém jenu a nízkých sazbách. Jestliže vyšší sazby tyto obchody prodraží, hrozí jejich rušení, což s sebou nese jednak tlak na posilování jenu, ale především výprodeje rizikových aktiv na globálních trzích. Silnější jen přitom celý proces urychluje.

### **Čína přispívá k růstu i rizikům**

### **Čína jde tvrdě za růstem a budováním vlastních technologických kapacit**

Čína si zaslouží vlastní kapitolu díky tomu, že se s ní dál počítá jako s hlavním tahounem globálního růstu, ale zároveň sama představuje velké riziko. Velkou zátěží zůstává propad realitního trhu, který zlomil boom investic, dlouhou dobu klíčového tahouna ekonomiky. Realitní krize zároveň narušuje spotřebitelskou důvěru a hodně brzdí přerod ekonomiky směrem k soukromé spotřebě. Vláda přesto nehodlá ustupovat ze svého cíle 5% růstu HDP, takže se Čína musela vrátit mnoho let nazpět, kdy ekonomiku zvedala exportem. Přesně na tuto oblast zaútočila Trumpova cla, ovšem Čína projevila velkou flexibilitu v jejich obcházení, a především přeorientování na jiné trhy.

Výsledkem je snaha o udržení průmyslové nadprodukce a její směřování na trhy v Evropě, Africe a Asii. Krom toho čínská vláda bude nejspíš dál navyšovat stimul, aby zaručila plánovanou dynamiku.

Předpokládáme, že se proti agresivní obchodní politice Číny bude čím dál více ohrazovat Evropa, jejíž jednotný trh spojený s nejednotnou vládou ale velmi omezuje schopnost se účinně bránit. Zároveň je pravděpodobné opětovné vyhrocování vztahu s USA. Číně velmi narostlo sebevědomí po posledních sériích odvet, je si dobře vědoma síly v oblasti vzácných zemin a ví, že Trump

bude mít před volbami svázanější ruce u cel, neboť zdražování čím dál víc trápí voliče. Na druhou stranu je to téma, které už poměrně málo zajímá finanční trhy a má potenciál způsobit spíše jen přechodnou nervozitu.

Důležité je soupeření Číny s USA v technologické oblasti. Čína mocně dohání, v softwaru si už a Amerikou příliš nezádá, ale v hardwarové oblasti stále zaostává. Série sankcí a americká snaha odstříhnout Čínu od klíčových technologií spustila tažení za vybudování kompletní domácí výrobní infrastruktury. Výsledkem je maximalizace investic v technologické oblasti a podle nás i volnější byznysové podmínky. V minulých letech na čínské technologické firmy drtivě dolehla regulace, když vláda „zaklekla“ na kapitány sektoru, zřejmě aby zamezila jejich případným politickým ambicím. Teď si to ovšem podle nás nemůže dovolit, protože elitní manažery nutně potřebuje, pokud chce uvažovat o vrcholném postavení v AI, výrobě čipů atp.

Riziko čínského pokusu o připojení Taiwanu samozřejmě stále visí ve vzduchu. Počet a agresivita vojenských cvičení v oblasti výrazně narostly. Čína se také bude snažit podkopat americkou připravenost Taiwan hájit. Skryté riziko pak spočívá v rostoucím zadlužení zejména lokálních vlád, ale jak bylo řečeno výše, nelze odhadnout, kdy se takové riziko změní v zásadní problém.

## Co to všechno znamená pro trhy

**Příznivé makro prostředí, rostoucí zisky, ale také vyhocenější rizika**

Mnohé asi vyplynulo mezi řádky z již napsaného textu, ale shrňme si nyní několik hlavních bodů v praktičtější rovině, co se týče finančních trhů.

Pro dlouhodobého investora jsou naprosto zásadním parametrem podmínky vytvářené hospodářskou politikou. Jestliže peníze do ekonomiky dodávají vlády navyšováním deficitů a centrální banky současně neutahují restrikcí, dá se čekat, že i případné akciové korekce budou poměrně rychle „vykupovány“ a trhy se tak budou vracet nahoru. Současná očekávání naznačují jediný problém v podobě Bank of Japan.

Je ale třeba pozorně sledovat dluhopisový trh. Pokud přestane hladce absorbovat nový dluh, rostoucí výnosy dolehnou to i na akcie a jejich schopnost rychle nahrazovat ztráty.

Důležitá změna navíc podle nás probíhá u role dluhopisů v portfoliu. Při držení do splatnosti zůstávají státní papíry velice málo rizikové. Jejich chování do té doby se ale může výrazně odchylovat od zaběhaných pravidel. Viděli jsme to například v březnu a dubnu 2025 a je velké riziko, že to nebylo naposledy. Například zaváhání ekonomik by nemuselo jako obvykle spustit velkou poptávku po dluhopisech, ale právě naopak vzhledem k tomu, že deficity k HDP

by rázem rostly na dost nepříjemné úrovni. Podobně, snižování sazeb Fedu nemusí automaticky stáhnout dolů i dlouhé výnosy.

Co se týče hlavních ekonomik, pravděpodobnost recese vypadá dostatečně nízká. Předpokládaný růst by neměl být brzdou. Občasná nervozita z politiky asi přijde, ale potenciál pro velké šoky vypadá menší než před vstupem do roku 2025. Výhled pro USA naopak naznačuje možnost příznivých kroků.

Na rozdíl od minulých let bychom nyní nemluvili o tom, že jde o „makro trh“, tedy trh řízený hlavně makroekonomickými zprávami. Dominantní pro směr indexů je sentiment kolem AI. Pokud se např. nezhmotní dluhové riziko, toto téma může dominovat ještě řadu měsíců. A jestliže zůstanou příznivé finanční podmínky, trh si i po případném odeznění AI najde nové téma, na kterém poroste.

Technologie jsou hlavně americká a čínská záležitost. Vlády mají na jejich rozvoji strategický zájem, takže čekáme snahu o podporu, a naopak minimalizaci překážek. Čínská regulace je přitom obecně volnější a vláda je motivována nenarušovat byznys.

### **Projekce růstu ziskovosti dávají solidní základ pro pokračující vzestup indexu S&P500**

Ačkoli příznivý výhled makro prostředí je podpůrný, výhled zejména pro americký trh na rok 2026 se stejně odvíjí hlavně od AI, neboť právě technologie, resp. polovodiče, budou klíčovými tahouny. Zisky v rámci S&P 500 mají podle konsensu zrychlit skoro na 14 procent. To je solidní základ pro růst cen – index by podle nás měl stoupnout do okolí 7500 bodů (ze současné úrovně +10 %)

Pochopitelně však bude záležet na valuacích, jestli se takového výsledku dočkáme. I po listopadovém poklesu trhu se fwd P/E na úrovni indexu nachází na vysokých 25,6 (na dosah 2 směrodatných odchylek od 10Y průměru). Jak už jsme uváděli, makro podmínky pro udržení valuací jsou solidní a počítáme s jejich trendovou korekcí jen o několik procent.

Tím se ale můžeme jen vrátit k technologiím a tématu umělé inteligence. Jejich příspěvek se rozhodně neomezuje na fundament. S capexovými cykly v tomto oboru nemá trh zkušenost, což implikuje silné spekulace, s potenciálně velkým dopadem na valuace.

Jako doplnění pak můžeme uvést kryptoměny, které se dosud v podstatě chovaly jako rizikovější část akciového trhu. Směrem ke konci 2025 je ale trh začíná vnímat jako důležitý indikátor krátkodobého sentimentu zvláště ohledně měnových podmínek.

Na evropském trhu jako obvykle nevidíme tolik investičních příležitostí a ani silný dlouhodobý potenciál založený na fundamentu. Přesto tu existuje prostor pro růst v příštím roce. Z pohledu fundamentu, tedy zisků, by měl být v nízkých jednotkách procent, ale další může snadno přinést růst valuací. Ocenění Evropy vypadá relativně k USA příznivě. Nejde tady o (dosti zavádějící)

přímé srovnání, ale o to, že se fwd P/E na Stoxx Europe 600 nachází pouze mírně nad svým 10Y průměrem. Investoři se snaží diversifikovat v případě, že americký trh vypadá příliš drahý. Evropa z toho dokáže čas od času profitovat, jako třeba v prvních měsících 2025, načež sledujeme už poměrně dlouhou přestávku. A možná se spustí i hra na výše zmíněný příliv investic z nizozemských důchodových fondů.

## AI a strategie

### Vnější podmínky zůstávají příznivé

Jedním z rozhodujících parametrů pro udržení pozitivního tržního sentimentu je dostatek dostupné likvidity. O tu se v tuto chvíli neobáváme, neboť oba hlavní pilíře hospodářské politiky zůstávají uvolněné (fiskální) nebo k tomu směřují (monetární). Listopadová tržní volatilita zároveň pročesala otevřené tržní pozice a rizikový apetit tak v závěru roku padá zpátky k neutrálním hodnotám (z nikterak extrémních říjnových úrovní). Tzv. *fear/greed* index je i po posledním oklepaní stále v pásmu strachu.

To není zrovna situace, která by historicky indikovala bezprostřední riziko. Obzvláště, když mají korporátní zisky v příštím roce akcelarovat až na bezmála +14 % yoy. Výrazně navrch budou mít opět tzv. růstové sektory v čele s IT, od kterých se v příštím roce čeká až 26% meziroční nárůst zisků, v dominantní míře tažený polovodiči. Nutno dodat, že situace, která charakterizovala závěr loňska, kdy měl zbytek indexu postupně fundamentálně konvergovat k technologickému vrcholu pyramidy, a která se vlivem cel a mohutné renesance AI nenaplnila, je znovu aktuální i v závěru letoška.

### Trh i zisky táhne AI

Přesto ještě nejsme připraveni ohlásit konec AI cyklu a realizovat veškeré naakumulované zisky. Dle dostupných indicií totiž AI zůstane dominantním tržním faktorem i v příštím roce. Hlavní roli hrají masivní investiční plány tzv. *hyperscalerů*. Jejich kapitálové výdaje atakují v letošním roce 400 mld. USD a v tom příštím bychom se měli posunout k 500 mld. USD. Necelou polovinu rozpočtu moderního AI data centra představují samotné grafické akcelerátory, které poskytují kritický výpočetní výkon. Celkové náklady (včetně půdy, hrubé stavby, práce, generátorů, chlazení a síťových prvků, atp.) tedy vyjdou na zhruba dvojnásobek. Od Nvidie zároveň víme, že cca 40-50 % tržeb pochází právě od *hyperscalerů*. Jednoduchým propočtem se dostaneme k tomu, že pokud se nestane nic mimořádného, tak celosvětové investice do AI data center (na roční bázi) překročí někdy během příštích dvou let hranici 1 bil. USD! Z této perspektivy se pak odhady čelních představitelů polovodičového průmyslu (CEO Nvidie Huang a CEO AMD Su), kteří vidí velikost cílového trhu řádově v multi-bilionech dolarů, nezdají úplnou utopii.

Vliv AI na akciové trhy přitom snad ani nelze bagatelizovat. 40 AI jmen ze seznamu americké banky JPMorgan má od představení ChatGPT na podzim 2022 na svědomí až tři čtvrtiny nárůstu tržní

kapitalizace indexu S&P 500. A to tam jsou i takové „hity“ jako Adobe, které všeobecné nadšení zcela obešlo. A není to jenom případ USA. Další aktivní region z hlediska rozvoje AI, tj. Asie, má podobné skóre. Na Taiwanu mají AI jména na svědomí až 90% letošního výnosu tamního akciového trhu, v Číně, Koreji a Japonsku 50-60 %.

### Jsme v bublině?

Nabízí se tedy otázka, jsme v AI (capexové) bublině? Jsme toho názoru, že prozatím ne. Na rozdíl od *dot-com* bubliny, kterou nafukovaly stovky/tisícovky neprofitabilních internetových firem (častokrát s nulovými tržbami), se AI cyklus opírá primárně o (prozatím) skálopevné bilance velmi profitabilní výkladní skříně americké ekonomiky. Zatímco souhrnná váha TMT sektorů (tech, média, telekom) v rámci indexu S&P 500 již překročila 40% extrém z roku 2000, většina vzestupu se opírá o nárůst generovaných zisků, nikoliv o valuaci, byť ta taky citelně narostla. Zhruba dvě třetiny z 60+% anualizovaného nárůstu Mag7 od konce roku 2022 mají na svědomí rostoucí zisky, zbytek připadá na valuaci. Podíl TMT sektorů na celkových ziscích generovaných v rámci indexu S&P 500 tak nyní dosahuje bezmála 35 %, RoE cca 30 % ve srovnání s 20+ % na vrcholu *dot-com* bubliny. AI téma je již tedy lehce přehřáté, ale na bublinu to zatím nevypadá.

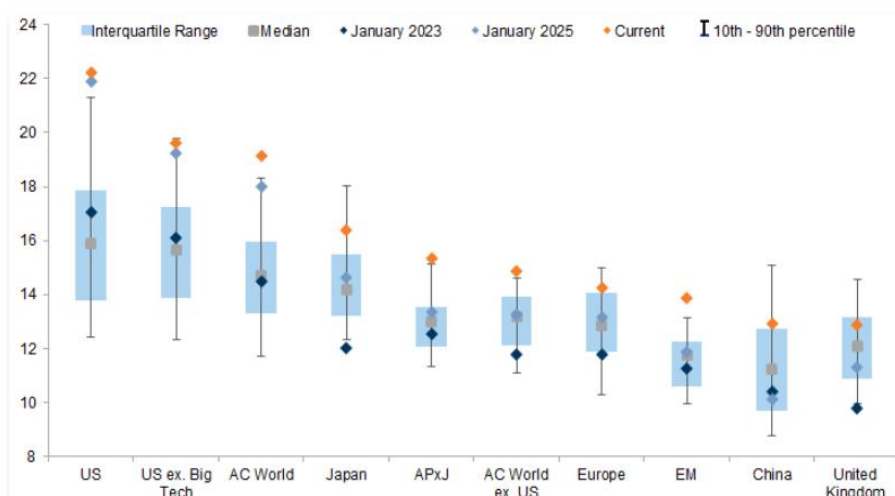
Velmi prémiový růst je pak po zásluze odměněn nyní už dosti prémiovou valuací. Rovnoměrně vážený index S&P 500 sice obchoduje zhruba na úrovni historického průměru, ale jeho tradičnější kapitalizací vážená forma směřuje na úrovni cca 25x očekávaných zisků již ke dvěma standardním odchylkám od historického průměru. Valuační premie se přitom koncentruje právě v nejrychleji rostoucích TMT sektorech, které jsou ve větší či menší míře vázané na AI investiční cyklus. Jejich velká váha v amerických indexech zároveň znamená, že americký trh jako takový je všechno jen ne levný. Problém je v tom, že více či méně drahé je prakticky všechno (viz. obr. 1).

### Vysoké valuace zvyšují riziko korekce

Vysoké valuace jsou nejvýznamnějším faktorem, který nyní přispívá k pravděpodobnosti korekce na akciových trzích. Tu (tj. pokles o >10 %) momentálně trh vnímá jako pravděpodobnější variantu než nový medvědí trh (tj. pokles o >20 %). Globální akciové valuace rostou od roku 2023, což má na svědomí vzestup AI a pokles inflace. Takhle vysoká startovací čára empiricky věští podprůměrné dlouhodobé výnosy. V kratším horizontu ovšem valuace takovou výpovědní hodnotu nemají, obzvláště pokud panují příznivé makroekonomické podmínky, což stále platí. V pozdních fázích cyklu, kdy ekonomika pozvolna zpomaluje, se historicky valuacím dostává opory skrze uvolněnou hospodářskou politiku (stále platí) a zrovna aktuální strukturální téma (nyní AI). V padesátých letech to byly komodity, devadesátky přinesly rozmach financí, konec dekády patřil internetu, od velké finanční krize sledujeme vzestup Mag7.

## Obr. 1: Valuace světových akciových trhů

12m fwd P/E multiple. MSCI Regions, STOXX 600 for Europe and S&P 500 for USA. Data since 2003



Zdroj: Factset, GS Global Investment Research

Nyní je dominantním tématem AI. S pouhou trochou nadsázky lze říct, že AI (v kombinaci s velkým rozpočtovým deficitem) má již teď na svědomí prakticky celý růst americké ekonomiky. Investice do AI infrastruktury již dosahují nižší jednotky procent amerického HDP, deficit veřejných financí přitom přesahuje 6 % HDP. Americká ekonomika mezitím roste jen zhruba 2+% tempem, na investicích do AI a dluhu je tudíž do velké míry závislá.

### Rizikem je profitabilita

*Hyperscaleři* zatím vypadají ve svých kapitálových plánech pevně, stejně jako Donald Trump ve svých fiskálních. Na recesi to tedy nevyvádá. Nynější vysoké valuace AI jmen ovšem zvyšují citlivost na případný negativní obrat ve fundamentu. Ze seznamu možných problémů vyčnívá potenciální pokles profitability, na kterou tlačí masivní již realizované kapitálové výdaje, které zvedají amortizaci.

### A problém se jménem OpenAI

A pak je tu ještě jeden problém. Pomineme-li osobu S. Altmana, CEO OpenAI, která v nás moc důvěry nevzbuzuje, 1,4 bil. USD smluvních závazků je pro startup, byť největší na světě i v historii, skoro až moc. Obzvláště, když na to společnost nemá business (zatím stále prodělečný) ani bilanci. Hlad po nejlépe okamžitě dostupné výpočetní kapacitě a tvrdý konkurenční boj ovšem žene OpenAI do sice velkolepých, ale nepřehledných partnerství, které ze všeho nejvíc místy připomínají nechvalně proslulé cirkulární financování. Tohoto kolotoče se neúčastní jenom OpenAI, byť ta je skutečně velkou rybou i na poměry AI ekosystému. Vezou se třeba Oracle, CoreWeave, Nebius, nebo Iren. Vše funguje, dokud poptávka převyšuje dostupnou kapacitu, což naštěstí stále platí. Problémy nastanou, pokud se karta obrátí. Hyperscaleři neodeberou instalovaný výkon a radši využijí vlastní data centra. V takovém případě by Černý Petr zůstal především v rukou představitelů tzv. neo-cloudu, jejichž bilance budou tou dobou pravděpodobně výrazně napákové dluhem.

## V AI zůstáváme

Bez AI expozice v akciových portfoliích v současnosti prakticky nelze nejenom porazit, ale ani držet krok s trhem. Na druhé straně je právě AI téma tím nejdražším, co je na trhu k máni, navíc zdaleka ne bez rizika. Pro účely investičního výhledu pro rok 2026 vyřešíme toto dilema šalamounsky. A také lehce alibisticky. V klientských portfoliích máme totiž výhodu, že jsme v technologických a polovodičových jménech výrazně angažovaní už od covidu (a místy i o mnoho dříve), dávno před příchodem ChatGPT. Ziskový polštář je pěkně tlustý a měkký a dá se zajistit i jiným způsobem než rovnou exitem. V AI tedy zůstaneme zainvestovaní, ale podobně jako loni budeme hledat nové příležitosti jinde.

Po většinu času od představení ChatGPT byla úzkým hrdlem AI infrastruktury dostupná výpočetní kapacita (čili víceméně GPU jednotky od Nvidie). Situace se ovšem pozvolna mění. Amazon slaví úspěch s procesory Trainium, Google má své TPU, za Blackwellem už čeká Rubin a MI4XX od AMD. V krátkém horizontu ještě bude limitujícím faktorem dostupná paměťová kapacita (odvětví dominují Samsung, SK Hynix a Micron Technology), potažmo pokročilé balení (advanced packaging – Taiwan Semi, BE Semi, Applied Materials), ale již v přespříštím roce se s největší pravděpodobností stanou úzkým hrdlem energetické potřeby AI data center. A právě tímhle směrem bychom rádi zaměřili pozornost.

## Ale nově zalovíme jinde

Americká spotřeba elektřiny během poslední dekády nerostla i přes populační a ekonomický růst. Důvodem byl technologický pokrok, který zvýšil energetickou efektivitu. Ten samý pokrok v podobě AI ovšem nyní energetickou náročnost citelně zvyšuje. A to až do té míry, že spotřeba elektřiny v USA by do konce dekády měla růst až 2,5% anualizovaným tempem. Zhruba polovina růstu připadá na datová centra. Jejich energetické potřeby by měly růst cca 15% tempem a na konci dekády budou tvořit až bezmála desetinu celkové americké spotřeby energie (aktuálně cca 3 %). Je nasnadě, že na AI investiční cyklus musí nutně navázat cyklus investic do energetické infrastruktury. Energetické potřeby moderních AI data center jsou tak obrovské, že se třeba v Amazonu, xAI, nebo Googlu již s vážnou tváří mluví o data centrech na orbitě. Což vlastně dává smysl, byť to zní jako sci-fi, neboť veškeré energetické zdroje lidstva představují v souhrnu méně než 0,01 % energetické hmoty Sluneční soustavy, zbytek má samozřejmě na svědomí Slunce. V tomhle směru budeme v příštím roce pozorně sledovat zkušební let rakety Neutron od společnosti Rocket Lab. Muskově SpaceX, našemu dlouholetému favoritovi v odvětví, by tak mohla vyrůst konkurence, alespoň v nižší-střední váze.

Ale zpátky na zem. Dokud nebudou datová centra ve vesmíru, musíme si vystačit s pozemskou produkční a přenosovou soustavou. Ta by byla leckde zastaralá i bez potřeb AI, nyní již vyžaduje kritické a nemalé investice. S ohledem na energetický investiční cyklus, který přímo navazuje na AI cyklus, jsou tržní příležitosti nerovnoměrně rozesté po sektorech utilit, průmyslu a energií. V tom, co jsme už načali v Investičních tipech jmény jako

Sempra nebo Prysmian, ale hodláme pokračovat. Třeba akciovou expozicí na plyn skrze producenty nebo vlastníky infrastruktury. Přes všechny vědecko-fantastické představy o malých modulárních reaktorech u každého nového AI data centra zůstane nejspíš kritickým marginálním zdrojem paroplynová elektrárna, alespoň do konce dekády. Se vzestupem obnovitelných zdrojů (v USA především solární) se jako alternativa postupně můžou prosazovat velkokapacitní bateriová úložiště. Malý modulární jaderný reaktor je z našeho pohledu hubbou až příští dekády.

### **Cenově dostupného zajištění je poskrovnu**

AI téma je fundamentálně nejatraktivnější, ovšem dosti drahé a s vysokou betou. Rostoucí energetické potřeby jsou v jistém smyslu pouze derivátem AI, i když v utilitách i s určitou defenzivní výhodou. Hodilo by se tedy nějaké zajištění. Ta tradiční jsou povětšinou drahá, nebo jako v případě Treasuries moc nefungují kvůli uvolněnému fiskálu a odlivu kapitálu (zpátky do Číny nebo Japonska). Sektor zdravotnictví, který v létě obchodoval s historicky nejhlubším relativním diskontem k indexu S&P 500, na podzim potvrdil svůj defenzivní charakter a nasál část peněz rotujících z AI, načež ovšem takřka smazal svou valuační výhodu, přitom stále čelí regulatorním rizikům.

### **Nabízí se zlato**

Vzhledem k tomu, že otevřená stavidla hospodářské politiky pravděpodobně udrží na uzdě eventuální recesi, zajišťovali bychom spíše inflační riziko, byť nemáme opětovnou akceleraci inflace v základním scénáři. Ve světě, kde je dostupného zajištění poskrovnu, se obrátíme k tomu nejtradičnějšímu čili zlatu, od něhož si slibujeme především stabilitu, potažmo zajištění vůči případnému slabšímu dolaru (viz. níže).

## **Měny, zlato a ropa**

### **Dolar může dál ustupovat, na zlatu čekáme nákupní podporu i po rally z roku 2025**

Naše nejvíce sledované měnové páry, tedy EURUSD a EURCZK, si pošly velice zajímavým rokem. Dolar byl první půlku roku pod setrvalým tlakem, načež se dokázal stabilizovat. V případě koruny sledujeme její posilování s menšími přestávkami prakticky po celý rok.

Pro rok následující čekáme ustálení kurzu koruny k euru, který na konci 2026 vidíme u 24,10. U eurodolaru podle nás převažují rizika směrem nahoru a kurz by se měl posunout k 1,20.

V roce 2026 čeká trhy snižování sazeb Fedu, které je ale už v očekáváních pevně zabudované. Dolaru by tedy nemělo dál škodit. ECB by do hry příliš promlouvat neměla.

Příznivé vyhlídky pro akcie, respektive příliv peněz do rizikových aktiv, hovoří převážně pro euro. Už to ale není tak silný faktor jako dříve. Podle nás se nedá spolehnout na to, že euro bude automaticky profitovat z risk-on nálady a dolar naopak z risk-off. Bude více záležet, z jaké strany šok přichází. Dolar může profitovat z případných problémů na evropské straně (třeba francouzská

politika a rozpočty) nebo vyhocení geopolitiky. Pokud by ale naopak šok přišel z USA a došlo k prodejům dluhopisů, dolar by se dostal pod tlak.

Dolar tedy šanci stále má dokážeme si představit řadu šoků, které znovu potvrdí, že je to měna, ke které se investoři nakonec přikloní mezi všemi ostatními. Je však třeba počítat s tím, že funkce dolaru jako bezpečného přístavu je nalomená kvůli změnám v globální politice a neudržitelné rozpočtové politice.

Jako jeden z konkurentů nejen dolaru se profiluje zlato. Letošní masivní růst jeho ceny je spojen částečně se snahou investorů o menší expozici na americkou měnu a případné problémy s dluhopisy vyspělých zemí. Zlato vytrvale roste už od roku 2023, ale od letošního léta nabralo vyšší rychlost. Za skokem až na dosah k 4400 USD tušíme i silnou spekulativní poptávku, která následně opadá.

Pro rok předpokládáme cenu zlata už bez silného trendu v rozmezí 4000-4400 USD. Na jednu stranu cena vyrostla příliš rychle a dolar se dokázal stabilizovat, což hovoří proti zlatu, na stranu druhou ale nedůvěra v tradiční měny a setrvalá poptávka od centrálních bank podle nás budou dál zlatu dodávat podporu.

Ropa by se podle nás měla usadit níž po poklesu z posledních dvou let. Očekávaná úroveň 60-65 dolarů je výsledkem pokračujícího převisu nabídky a rostoucích zásob, což by mělo trvat i v příštím roce. Na druhou stranu tento převis bude omezovat postupný náběh tvrdších sankcí vůči Rusku. Ropa by se měla během roku stabilizovat i díky stále slušnému růstu globální ekonomiky a rostoucím energetickým nárokům spojených s technologiemi.

## Zhodnocení roku 2025

Shrnutí našeho výhledu pro rok 2025 ve srovnání s realitou začneme tím, co nám vyšlo. Jedním z klíčových předpokladů bylo, že portfolia bez největších technologických gigantů neobstojí proti indexu. A i když to v polovině roku vypadalo jinak, realita nakonec potvrdila naši domněnku – Magnificent 7 znovu překonala zbytek trhu a přidala přes 20 %. Myšlenka, že alfa se bude muset hledat jinde, platila jen do léta. Pak opět nastoupily těžké váhy v čele s Alphabetem a strhly pozornost zpět. Naše teze o small a mid cap akciích tak zůstala nenaplněná.

Bankovní sektor? Tam to byla také trefa do černého. Vyšší sazby a odolná ekonomika podpořily čistý úrokový výnos, zatímco oživení M&A a IPO přineslo vyšší poplatky z investičního bankovníctví. Wealth management i trading těžily z volatilních, ale rostoucích trhů. KBW Bank Index díky tomu přidal od začátku roku zhruba +25 %. U utilit byl náš výhled přesný jen z poloviny. Defenzivní role proti riziku cel fungovala, ale překvapení přišlo z Evropy – tamní tituly (+28 % YTD) překonaly očekávání a téma AI rezonovalo i na starém kontinentu.

Naproti tomu zbrojařský sektor byl takřka v naprosté shodě s naším výhledem. NATO v létě schválilo závazek zvýšit obranné výdaje na 3 % HDP, Trumpova administrativa pokračovala v pomoci Ukrajině a zároveň tlačila spojence k vyšším rozpočtům. Výkonnost firem byla silná, tažená stabilními kontrakty a geopolitickým napětím. Německý lídr Rheinmetall i přes korekci přidal přes 150 %. Sektor se stal jedním z vítězů roku 2025, přesně jak jsme predikovali.

Politika se v zámoří také odehrála podle našeho nejpravděpodobnějšího scénáře. Už loni jsme psali, že „*Trump je byznysmen a bude kopat za velký byznys včetně sebe a svých podporovatelů.*“ Trump opravdu velmi aktivně propojuje politiku s korporacemi. Nejnovější příklad byl dar 6,25 mld. USD od Michaela Della na program „Trump Accounts“ pro investiční účty novorozenců. Inaugurační fundraising také přilákal rekordní korporátní dary od Amazonu, Googlu, Microsoftu, Mety či Fordu (po 1 mil. USD). Překvapením bylo ale to, že jeho největší spojenec z kampaně, Elon Musk, se s Donaldem rozkmotřil.

Měli jsme pravdu i ohledně cel, které na chvíli výrazně zamýchaly s děním na finančních trzích a zejména tzv. "Liberation Day" vešel do paměti mnoha investorů, jelikož na chvíli vrhl jak index Nasdaq 100 do medvědího trhu. Nakonec se však ukázalo, že vysoká cla jsou pouze hrozbou, která má přimět protistrany k poslušnosti zejména ve vyjednávání o zahraničním obchodě, a ve výsledku byla mnohem mírnější.

Poměrně hodně přesně jsme se trefili i do konečné hodnoty indexu S&P 500, u kterého jsme na konci loňského roku viděli cílovou stanici na úrovni 6 700 bodů. Náš odhad byl založen na růstu zisků

firem z S&P 500, který byl odhadován pro rok 2025 na 13 %. Aktuální odhad počítá s 12 % růstem (za čtvrtý kvartál jsou použity odhady) a i proto index zakončí tento rok podobně "draze" jako loni.

Abychom nezůstali jen u pozitiv, je fér zmínit i výhled, který se s realitou minul nejvíce. Náš odhad pro kurz EUR/USD počítal s posilujícím dolarem a pohybem v pásmu 1,00–1,05, zatímco euro strávilo většinu roku nad 1,10 a koncem roku se obchoduje dokonce nad 1,16. Hlavní důvody? Tržní sentiment se změnil, geopolitická rizika (včetně americké fiskální nejistoty) snížila atraktivitu dolaru jako bezpečného přístavu, zatímco eurozóna překvapila odolností díky silnému exportu a stabilizaci inflace. Navíc dopad obchodních bariér byl nakonec mírnější, než se čekalo, a centrální banky postupovaly více opatrně.

# 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 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 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 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.