



Investiční výhled

Hladké přistání, nebo havárie?

Obsah

Makroekonomická situace	6
Americká ekonomika zpomalí z poklusu do chůze	6
Eurozónu válka na Ukrajině zabolí, ale nesloží	6
Česko: z bláta do louže a z louže pod okap	7
Monetární politika: méně bolestivý impuls než v minulém roce	10
Fed	10
ECB	11
Akciové trhy: návrat normálních valuací	12
Banky se obchodují s velkou slevou, jejich ziskům pomůže přísnější měnová politika ..	16
Spotřební zboží dostane nový impuls z Číny	16
Nenápadné komponenty, na kterých stojí elektronika	16



A. Píchová

Anna Píchová
Vedoucí analytického oddělení CYRRUS

Do rukou se vám dostal výhled společnosti CYRRUS pro aktuální rok. Než se však zahlubáme do toho, jaký podle naší prognózy bude, pojdme se na chvíli zastavit a ohlédnout za předchozími roky. Poslední tři roky byly, nejen co se týče dění v ekonomice a na trzích, velmi turbulentní. Vše začalo pandemií covidu-19 a lockdowny, které pokračovaly v podobě přerušovaných dodavatelských řetězců a nedostatku některých komponent. K tomu se přidal válečný konflikt na Ukrajině a vysoká inflace, která v České republice atakovala 20% hranici. Nápor v důsledku nečekaných událostí, které jsme v minulých letech zažili, byl obrovský. V letošním roce vyhlížíme zklidnění – jak v ekonomice, tak také na trzích.

Ekonomický růst bude ve všech hlavních ekonomikách slabý, přesto se zdá, že se hlubšímu poklesu hospodářské úrovně vyhneme. Zároveň by se měla uklidnit situace s inflací a zpomalit tempo růstu cen. Trhy by tak neměly opakovat negativní scénář z loňského roku, ale naopak by jim ustálení úrokových sazeb mělo přinést jistou úlevu a podporu.

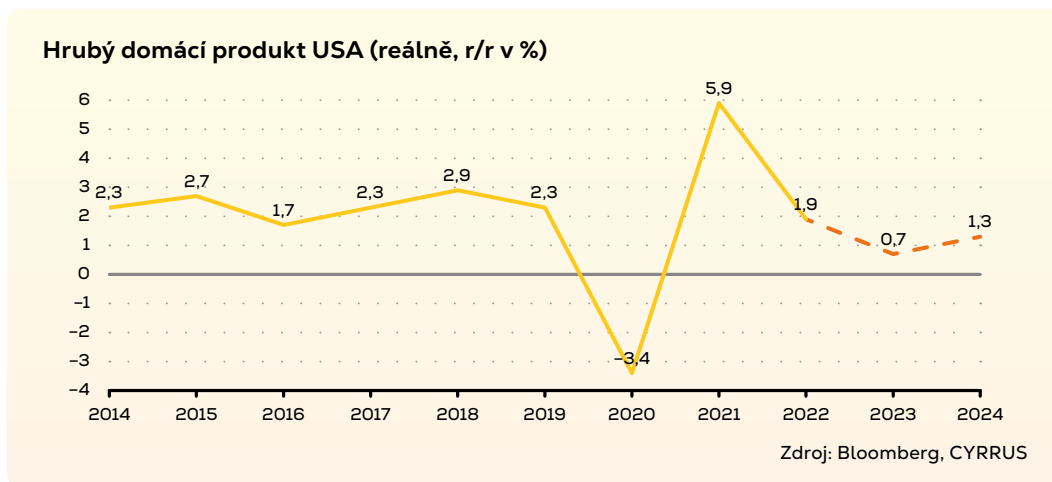
Investiční výhled 2023 je koncipován jako souvislý text rozčleněný do tří hlavních oblastí: makroekonomická situace, měnová politika a její dopady a v závěrečné části pak akciové trhy a jejich příležitosti. Přesvědčte se sami na následujících stránkách, na kterých vám představíme investiční výhled společnosti CYRRUS pro rok 2023.

Makroekonomická situace

Americká ekonomika zpomalí z poklusu do chůze

Ekonomika Spojených států v roce 2022 již viditelně zpomalovala a po impozantním růstu o 5,9 % v roce 2021 – byť tento růst pochopitelně reflektoval sníženou srovnávací základnu ze žhavé fáze pandemie – **míří k podstatně umírněnějšímu výsledku blížící se hodnotě 1,9 %**. K němu dopomohla stále ještě rostoucí spotřeba domácností, která ovšem ochladla dříve, než se původně očekávalo, a to primárně kvůli divoké inflaci. Záporný příspěvek přišel z vládního sektoru, který již nezopakoval předchozí masivní podporu, a také v oblasti investic, kde za pozornost stojí hlavně ochlazení v realitním sektoru. Dále se prohloubil i deficit přeshraničního obchodu, což lze přičíst silné hodnotě amerického dolaru a také po většinu roku trvajícím přetížení globálních dodavatelských řetězců. **Positivně se naopak vyvíjel trh práce**, který dosáhl průměrné míry nezaměstnanosti 3,6 %, což je na americké poměry velice nízké číslo.

Rok 2023 přinese pokračování předchozího útlumového trendu. Inflací způsobený pokles reálných mezd sníží dynamiku poptávky ze strany domácností téměř na úroveň stagnace. Výrobní sektor na klesající poptávku v kombinaci s růstem úrokových sazeb zareaguje tlumením aktivity a omezením náborem nových zaměstnanců. Ačkoliv neočekáváme hromadné vlny propouštění, nezaměstnanost podle nás naroste, přičemž vrcholit by měla v posledním čtvrtletí roku poblíž 4,5 % a za celý rok dosáhnout hodnoty 4,1 %. Po dramatickém poklesu v roce 2022, kdy se reálné disponibilní příjmy Američanů propadly tempem přes 6 %, by tyto příjmy měly vykázat nepatrný růst poblíž 0,5 %. Kladný příspěvek k ekonomickému růstu přinese rozpouštění prostředků programu Bidenovy administrativy (*Infrastructure Investment and Jobs Act*), který by měl udržet vládní výdaje zvýšené až do roku 2024. Poleví také růst americké inflace, která by měla po 6,5 % dosažených v roce 2022 klesnout na hodnotu 3,4 %. **Nejnovější předstihové indikátory americké ekonomiky dávají naději, že se podaří odvrátit technickou recesi, která hrozí v první polovině roku, a americký hrubý domácí produkt by měl celkově v reálném vyjádření narůst přibližně o 0,7 %.**

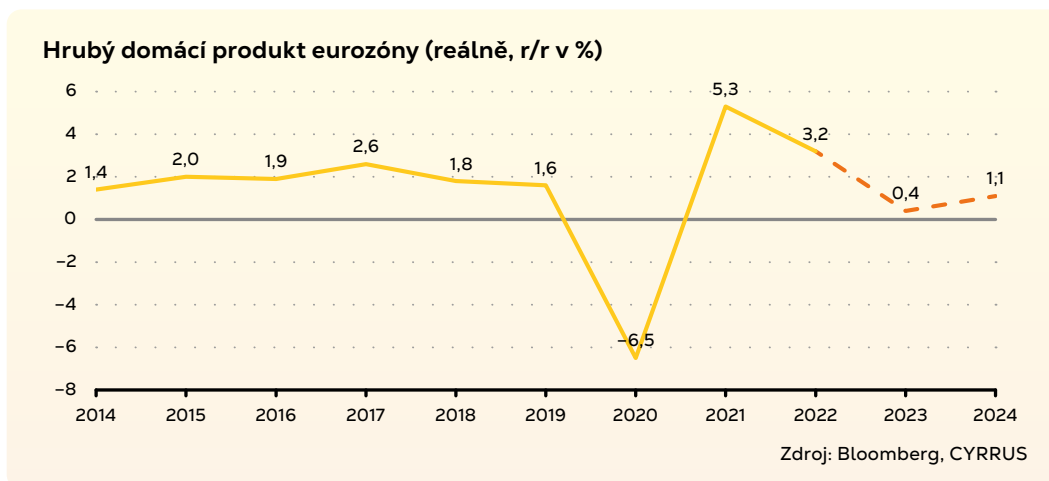


Eurozónu válka na Ukrajině zabolí, ale nesloží

Rok 2022 se pro evropskou ekonomiku zpočátku jevil vcelku příznivě. Pokračující uvolňování dodavatelských řetězců umožnilo průmyslovým výrobcům uspokojovat předchozí nahromaděnou poptávku a ve velké části evropských zemí doznívala podpůrná pandemická vládní opatření. **Hlavním strašákem se ovšem záhy ukázala být inflace**, jejíž největší impulz přišel v důsledku ruské invaze na Ukrajinu a následného geopolitického konfliktu mezi Ruskem a západním světem. K předchozím inflačním tlakům ze strany potravin a spotřebního zboží se tak přidaly rostoucí ceny energií, které si vynutily opětovně vládní zásahy na ochranu obyvatel. Spotřeba domácností přesto vykázala díky relativně podařenému prvnímú pololetí obstojný růst, a byla tak spolu s investiční aktivitou hlavním tahounem ekonomiky. **Ta za celý rok zřejmě míří k růstu tempem přibližně 3,2 %.**

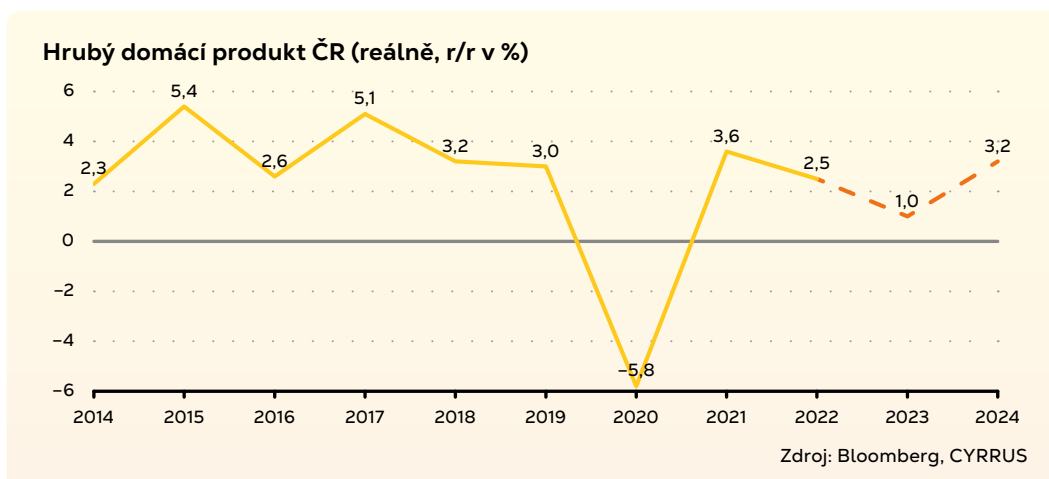
O poznání horší situace se ovšem rýsuje pro rok 2023. Ačkoliv se nenaplnily černé scénáře nedostatku zemního plynu a následného přidělového hospodářství, jeho cena bude po celý rok ujídat z disponibilního příjmu domácností, jejichž spotřeba tak zpomalí až ke stagnaci. **Významným omezením budou drahé energie i pro podnikovou sféru**, která již nyní zřetelně omezuje investiční aktivitu. Propad očekáváme i u zahraničního obchodu, kde na

straně importu opět dominují drahé energetické suroviny, zatímco export slábne vlivem omezené výroby ve zpracovatelském průmyslu. Ani v Evropě by ovšem nemělo dojít k masivnímu propouštění zaměstnanců a míra nezaměstnanosti by se tak měla zvýšit jen kosmeticky z loňských 6,7 na 7,0 %. Počítat lze i s dodatečnou podporou ze strany vlád jednotlivých členských zemí i samotné Evropské unie. Dosavadní mírný průběh zimy a pokračující snaha o dobudování energetické infrastruktury pak **dává naději, že bychom se již v průběhu roku 2023 mohli dočkat i zlevnění energií**, byť ve srovnání s předválečným obdobím zůstanou na znatelně vyšších úrovních. První polovina roku tak bude pro Evropu náročná a nelze vyloučit mělkou technickou recesi. **Za celý rok by ovšem eurozóna měla vykázat kladný růst HDP okolo 0,4 %.**

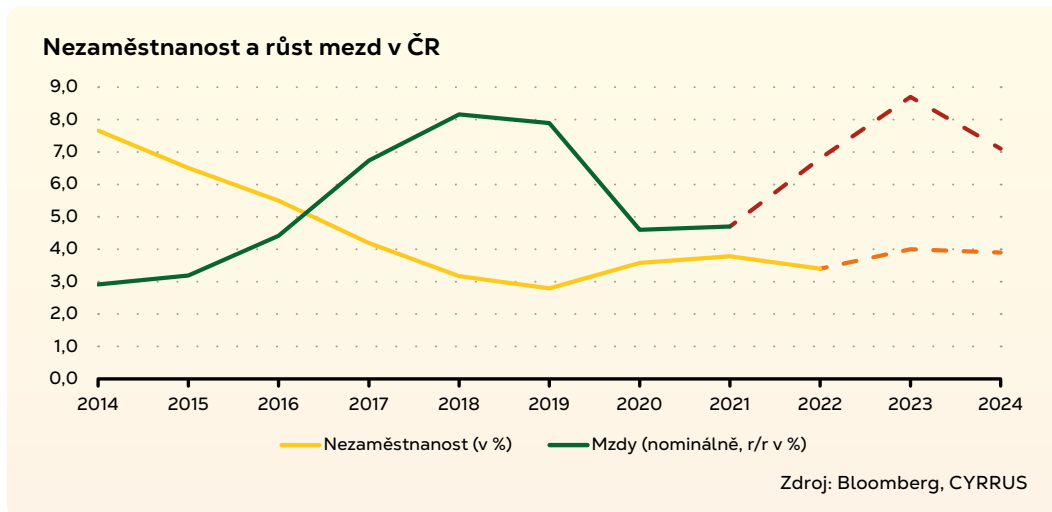


Česko: z bláta do louže a z louže pod okap

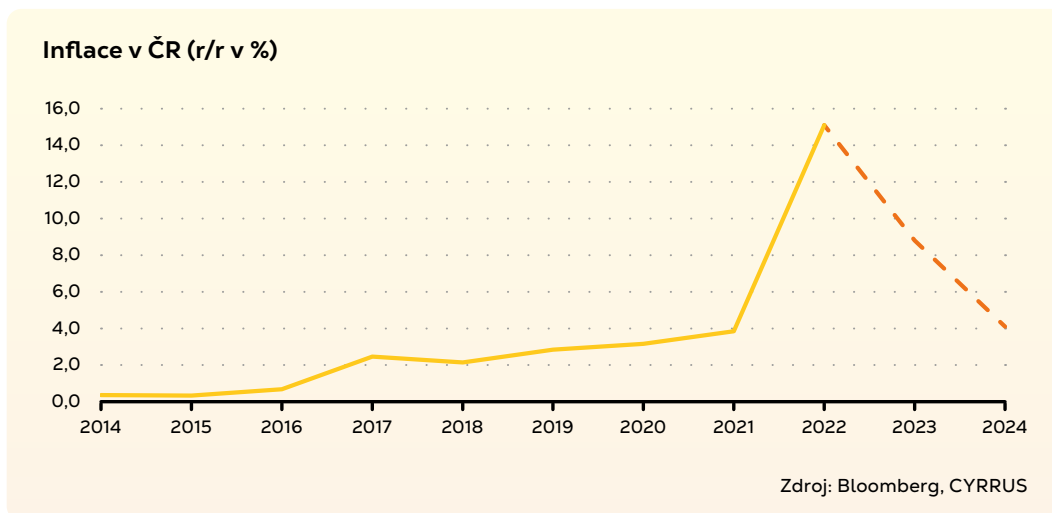
Uplynulé tři roky byly velkou výzvou pro celý západní svět. **Česká republika ovšem patřila k těm největším smolařům.** Po pandemii, která právě českou ekonomiku zasáhla silněji než jiné, přišla válka na Ukrajině, kterou Česká republika opět pocítí víc než ostatní. Prakticky 100% závislost na ruském plynu a zaměření na energeticky náročnou průmyslovou výrobu znamená, že ani v roce 2023 **nelze čekat mohutné ekonomické zotavení**, které marně vyhlížíme už od pandemie. Dramatická inflace si navíc vyžádala strmý růst úrokových sazeb, který sám o sobě nevyhnutelně způsobí ochlazení ekonomické aktivity. **Rok 2022 sice mířil k relativně solidnímu růstu české ekonomiky poblíž 2,5 %, ovšem tento výsledek zkrášluje nadále nízká srovnávací základna a o velkém úspěchu tak hovořit nelze.** Ještě slabší podle nás bude rok 2023, kdy se Česká republika bude muset vyrovnat se souběhem hned několika negativních faktorů. Na tuzemské poměry enormní spotřebitelská inflace sníží koupěschopnost obyvatel, a tedy i domácí poptávku. Růst nákladů v kombinaci s nejistotou ohledně budoucnosti ochladí investiční aktivitu a uvadající zahraniční poptávka bude tlumit export. Dosavadní odolnost českého průmyslu a zlepšující se situace na energetických trzích nás ovšem naplňuje mírným optimismem **a od české ekonomiky tak čekáme růst poblíž 1,0 %.** I nadále ovšem platí, že se spíše jedná o efekt nízké srovnávací základny, jelikož právě Česká republika zůstává v rámci Evropy jednou ze zemí, které mají po pandemii stále co dohánět.



Pokud lze na vývoji české ekonomiky v roce 2022 najít alespoň jedno pozitivum, pak se jedná o nadále velice nízkou míru nezaměstnanosti. **Převís poptávky po pracovní síle nad její nabídkou je v České republice dlouhodobým fenoménem, který se nezměnil ani v uplynulém roce.** Navzdory viditelnému oslabení průmyslové aktivity dosáhla míra nezaměstnanosti loňský rok na 3,7 % a celoroční průměr činil 3,4 %. To jsou i na české poměry nadále příznivé statistiky a Česká republika si i **udržela prvenství země s nejnižší nezaměstnaností v celé Evropské unii.** Obrat v tomto ohledu neočekáváme ani v roce 2023, kde sice část podniků – obzvláště pak těch s vyšší energetickou náročností – propouštět bude, ovšem na trhu práce nadále panuje hlad po pracovní síle, a tak si propuštění zaměstnanci ve většině případů naleznou nové uplatnění. Méně příznivě ovšem vypadá statistika vyplácených mezd. Ty sice za rok 2022 nominálně narostly přibližně o 7 %, to ovšem ani zdaleka nestačí na pokrytí spotřebitelské inflace, a reálné mzdy se tak propadnou hluboko do záporných hodnot. Velkou úlevu nečekáme ani v roce 2023, kdy budou hodnoty reálné mzdy pravděpodobně stagnovat.

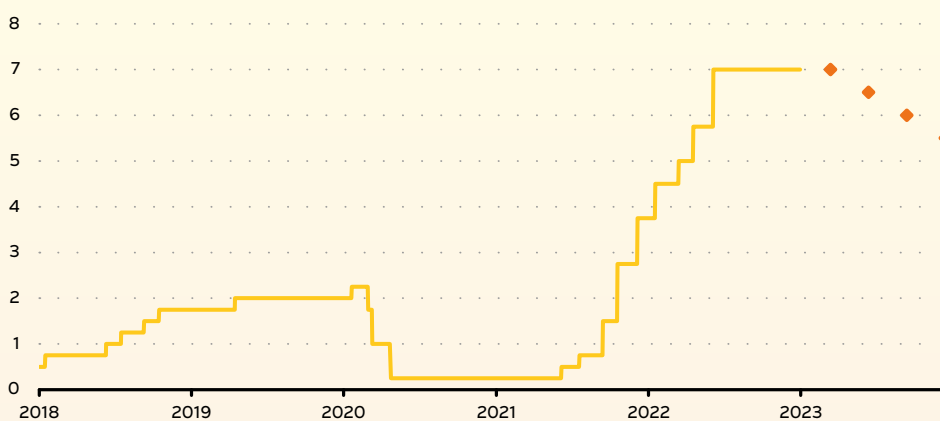


Že bude tématem číslo jedna spotřebitelská inflace, se jevílo jako pravděpodobné již na začátku loňského roku. Kombinace nahromaděné postpandemické poptávky, globálně zdražujících komodit, astronomických cen nemovitostí a stamiliardových vládních deficitů naznačila, že bychom se mohli s inflací dostat i do dvouciferných hodnot. Realita byla nakonec ještě o poznání dramatičtější, když se přidala ruská invaze na Ukrajinu a z ní vyplývající raketový nárůst cen energií. **Výsledkem pak byla celoroční průměrná inflace na úrovni 15,1 %, tedy suverénně nejvyšší v novodobé historii.** Začátek roku 2023 přinese bohužel další zrychlení – do cenových statistik se totiž propíše novoroční zvýšení cen elektřiny a zemního plynu u většiny domácností až na vládou stanovené stropy. Poté by již konečně mělo následovat znatelné zmírnění. Globálně k němu přispějí zlevňující komodity i námořní přeprava, v tuzemsku pak uvažující poptávka a svou roli sehraje i zvýšená srovnávací základna z roku 2022. Předpokládáme tak, že **inflace bude v průběhu celého roku postupně slábnout, přičemž v průměru by měla klesnout přibližně na 9 %.**



Česká národní banka patřila v rámci západního světa mezi první, které začaly ještě v průběhu pandemie zvedat úrokové sazby. Pod vedením předchozího guvernéra Rusnoka tak základní repo sazba v první polovině roku 2022 vystoupala až na 7,0 %, kde od té doby stagnuje. Hlavním důvodem této stagnace byla výměna členů bankovní rady ČNB – **podporovatele politiky zvyšování sazeb prezident Zeman nahradil jejími odpůrci**. Vzhledem k probíhajícímu ekonomickému ochlazení předpokládáme, že ČNB svůj přístup nezmění a hodnota 7,0 % zůstane vrcholem aktuálního cyklu. První snížení by čistě hypoteticky mohlo přicházet v úvahu již ve druhém čtvrtletí roku 2023, kdy už by se inflace na horizontu měnové politiky měla vracet k 2% cíli. Touto logikou by pak základní sazba mohla do konce roku klesnout až k úrovni 5,50 %. **Nelze ovšem vyloučit, že ČNB z opatrnostních důvodů raději zachová sazby na stávající úrovni po delší dobu, v krajním případě i po celý rok 2023.** Právě ČNB byla v uplynulém roce důležitým aktérem i na devizovém trhu, kde svými intervencemi po dobu několika měsíců působila ve prospěch české koruny. **Tyto kroky v kombinaci s poklesem obav o eskalaci konfliktu na Ukrajině a nedostatku energetických surovin v Evropě napomohly české koruně k posílení až na psychologickou hranici EUR/CZK 24,00.** Tento pohyb ovšem považujeme za poněkud přehnaný a od koruny očekáváme opětovné oslabení na hodnotu EUR/CZK 24,40. K metě hodnoty EUR/CZK 24,00 se opět přiblížíme ve chvíli, kdy se definitivně podaří zažehnat evropskou energetickou krizi.

Repo sazba ČNB (v %)



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Kurz EUR/CZK



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Monetární politika: méně bolestivý impuls než v minulém roce

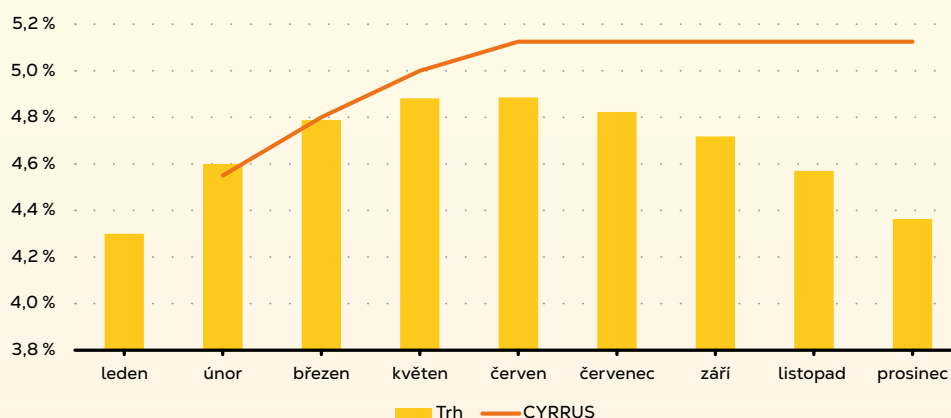
Faktor, který loni jednoznačně rozhodl o cenách aktiv, byl obrat v monetární politice hlavních centrálních bank. Pod hrozbou neřízené inflace byly banky přinuceny k mnohem tvrdší reakci, než se očekávalo začátkem roku 2022. Investoři loni touto dobou odhadovali, že se americké sazby v prosinci 2022 vyšplhají na necelé procento. Fed však nakonec poslal úroky až na úroveň 4,5 %. V případě eurozóny se jakékoliv hýbání se sazbami vůbec nepředpokládalo. Navzdory tomu zvedla ECB úroky na 2 %.

Jelikož se nyní nacházíme ve fázi, kdy inflační tlaky ustupují, existuje slušná šance, že se sazby již přibližují svým terminálním úrovním – to platí zejména pro USA. **Proto během letoška přinese monetární politika trhům méně negativní impuls než v uplynulých 12 měsících.** Vzhledem k ochabování inflačních rizik nepředpokládáme, že by úrokové sazby dále výrazně rostly. **Hlavní otázkou letošního roku tak není, jak vysoko se sazby vydají, ale jak reálná je naděje, že by mohlo dojít ke snižování úroků.** S ohledem na dosavadní výroky centrálních bankéřů si troufáme tvrdit, že k redukci sazeb v USA ani v eurozóně v roce 2023 nedojde.

Fed

Americká centrální banka zahájila cyklus zvyšování úroků oproti ECB v předstihu, a proto je logické, že se blížíme jeho konci. Otázkou v současnosti zůstává, zda se uskuteční hiky dva, anebo tři. Přikláníme se k názoru, že vzhledem ke stále vysoké jádrové inflaci, která v prosinci vykazovala meziroční tempo 5,7 %, bude Fed chtít ukázat bezpodmínečné odhodlání porazit inflaci, a proto posune úroky směrem k původně avizované úrovni 5,25 %. **Na této hladině zůstanou sazby až do konce roku, přičemž první krůčky vedoucí k uvolňování politiky lze očekávat nejdříve v průběhu příštího roku.** Trh je v odhadu sazeb více „holubičí“. Neočekává se, že by sazby překonaly hranici 5 %, a zároveň se předpokládá, že od září do prosince přistoupí centrální banka ke dvěma cutům. Investoři totiž věří, že centrální bankéři pod tlakem recese kapitulují a nebudou ekonomiku více přiškrcovat prostřednictvím monetárních restrikcí. Makrodata z USA však prokazují odolnost, a proto se podle našeho názoru tamní ekonomika kontrakci vyhne. Na celoroční bázi by mělo americké hospodářství růst tempem 0,7 %. To souvisí mimo jiné se stále silnou úrovní covidových úspor. Pracovní trh taktéž zůstává robustní, což samo o sobě vypovídá o tvrdém, monetárně politickém postoji. Nepříznivý ekonomický vývoj, který by snižování sazeb vyžadoval, tak nehrozí.

Odhady sazeb: tržní pricing versus odhad CYRRUS (jde o středy intervalů)

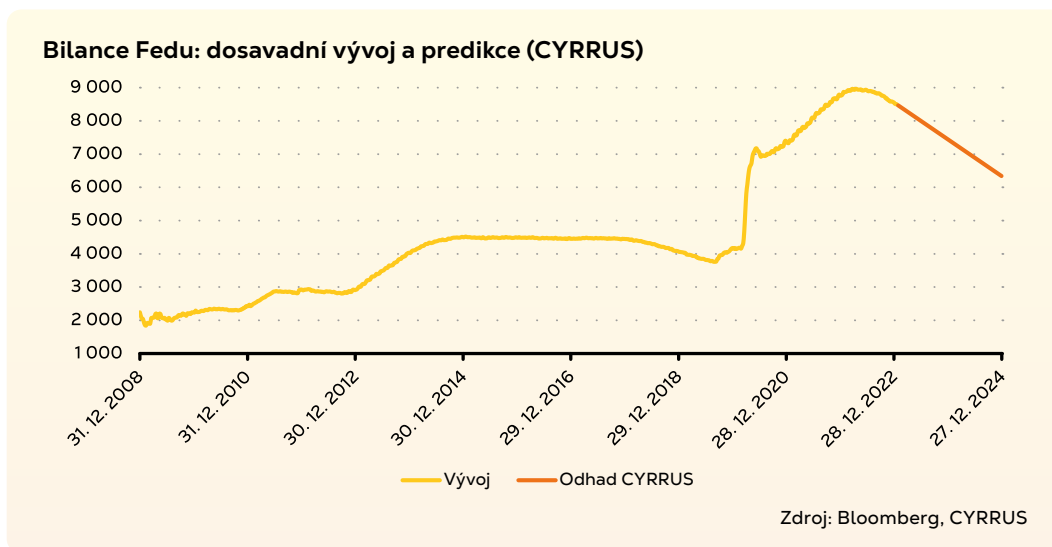


Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Náš odhad se více shoduje s výroky představitelů Fedu. **Na snižování sazeb lze pomýšlet teprve v momentě, kdy dojde k podstatnému zlepšení inflačních čísel.** Cenová dynamika se musí přiblížit dvouprocentnímu cíli centrální banky. Vzhledem k tomu, že v sektoru služeb ceny stále rostou vysokým tempem, nemůžeme předpokládat brzké uvolňování politiky. Určité zmírnění inflačních problémů, ke kterému od podzimu reálně dochází, bude podle našeho názoru Fed reflektovat snížením tempa hiků na 25 bodů. V této kadenci bude pokračovat do konce května, poté bude banka držet sazby beze změny. Současný gap mezi trhem a výhledem Fedu by se měl postupně uzavírat. **Můžeme tedy konstatovat, že akciové ocenění je založeno na velmi optimistických předpokladech.**

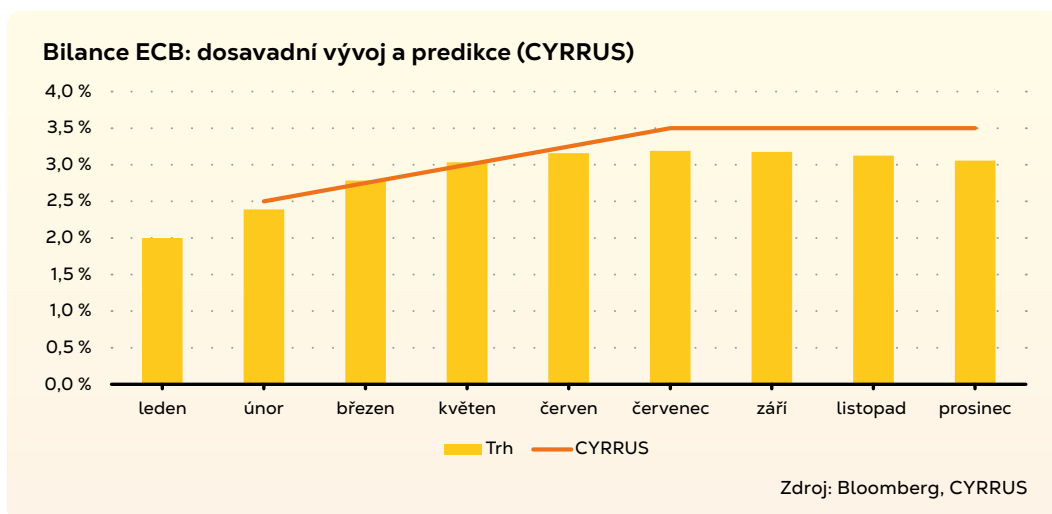
Zmenšování této mezery bude spojeno s mírným poklesem akciových indexů, k němuž dojde z velké části během prvního kvartálu.

Teoretické riziko představuje proces redukce bilance, který aktuálně běží tempem 95 miliard dolarů za měsíc. Doposud se snižování rozvahy centrální banky obešlo bez výraznějších tržních nehod. **Nicméně je zcela realistickou variantou, že pokračující redukce bilance může vstoupit do fáze, kdy se mizející likvidita propíše do poklesu cen aktiv.** Pro snižování rozvahy se totiž těžko hledá historický precedens. Tempo je však v kontextu celkové velikosti bilance Fedu (8,5 bilionu dolarů) únosné. Zároveň musíme počítat s tím, že Fed stále cílí na úroveň bilance okolo 6 bilionů dolarů k začátku roku 2025, což lze považovat za stimulativní úroveň, která se nachází vysoce nad předpandemickými hodnotami. **V tuto chvíli nezaznávají od představitelů FOMC hlasy volající po zrychlení redukce rozvahy.**



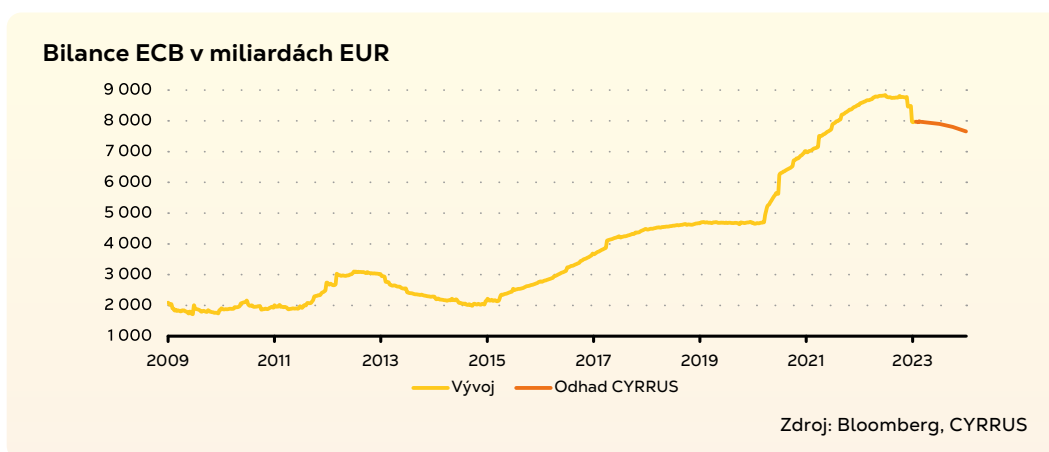
ECB

Evropská centrální banka je v cyklu zvyšování sazeb pozadu. Přestože inflace v regionu v prosinci sestoupila z dvouciferných hodnot na 9,2 % a **podářilo se zřejmě odvrátit katastrofální scénáře typu odkotvení inflačních očekávání, zůstává značně znepokojivý růst cen jádrových.** Centrální banka tak bude ve zvedání úroků pokračovat i nadále. Od prosince zpomalila frankfurtská instituce tempo hiků na 50 bps. Domníváme se, že na únorovém zasedání centrální bankéři zvýšení o 50 bps zopakují, poté s nejvyšší pravděpodobností sníží kadenci na 25 bps. Očekáváme, že tato dynamika přetrvá do července a **sazby se vyšplhají na 3,5 % – jsme v tomto směru nepatrně více „jestřábí“ než trh.**



Kromě toho ECB brzy učiní změnu ve své bilanční politice. Od března začne snižovat svou rozvahu tempem 15 miliard EUR měsíčně. Podobně jako v případě Fedu půjde o pasivní redukci, kdy centrální banka nebude reinvestovat dluhopisy, které se zesplatní v rámci základního programu nákupu aktiv (APP). Tempo 15 mld. EUR potrvá do konce druhého kvartálu roku 2023. Lze očekávat, že ve druhém pololetí bude dynamika redukce pokračovat agresivnějším tempem cca 30–40 mld. EUR měsíčně. Bude záležet na tom, zda snižování rozvahy nezpůsobí výrazné zpřísnění podmínek financování v jižních státech eurozóny. **Právě proto očekáváme, že ECB zvolí odstupňovaný přístup a případné tempo redukce bude reflektovat tržní situaci.**

Obezřetnější přístup centrální banky zohledňuje i plán redukovat nejdříve objemy bondů nakoupených v rámci klasického programu APP. Zde byly nákupy rozloženy podle kapitálového klíče (podíl HDP jednotlivých zemí EMU na celkovém HDP eurozóny) a **zmenšování tohoto portfolia by nemělo způsobit dramatický nárůst výnosů vládních bondů jižního křídla eurozóny.** Naproti tomu protipandemický program (PEPP), v jehož rámci již prostředky disproporčně směřovaly do dluhopisů jižních zemí EMU, bude plně reinvestován nejdříve koncem roku 2024.



Akciové trhy: návrat normálních valuací

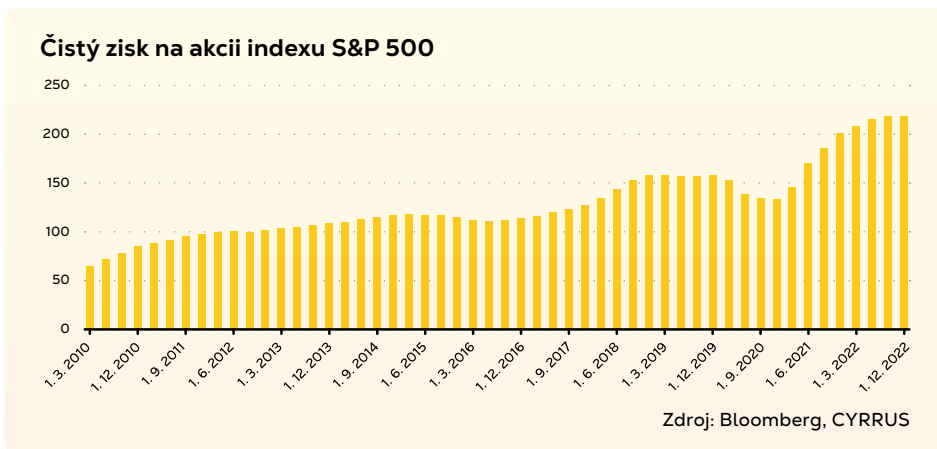
Zatímco monetární politika již nebude mít na akcie zhoubný vliv srovnatelný s rokem 2022, nepřinese trhům ani podporu, kterou mnozí burziáni očekávají. Vzhledem k tomu, že je v kurzech akcií zohledněn holubičí pivot Fedu, který dle našich predikcí letos neproběhne, jeví se jako pravděpodobný určitý pokles indexů. K němu dojde v důsledku přecenění tržních očekávání na základě plánů americké centrální banky. **Celkově může tento negativní impuls ukousnout z tržních valuací střední až vyšší jednotky procent.**

Akciové trhy vstoupily do letošního roku optimisticky, k čemuž napomohlo několik faktorů. Mezi ně patří signál, že americká inflace dosáhla svého vrcholu; zklidnění energetické krize v Evropě díky teplejšímu počasí z přelomu roku; výsledek amerických voleb do Kongresu a rozvolňování přísných protipandemických opatření v Číně. **Toto nadšení ovšem v kontextu nastavení měnové politiky nesdílíme – zvláště první kvartál letošního roku nemusí být pro investory příjemný.** Ve zbytku roku by se však situace na akciových trzích měla zlepšovat.

Naším hlavním scénářem pro vývoj ekonomiky USA je tzv. *soft-landing*, tedy situace kdy se americká ekonomika vyhne recesi a v roce 2023 poroste o 0,7 % (detaily byly představeny v makroekonomické části). Na tomto scénáři jsou založena očekávání pro vývoj trhů. V celkovém náhledu na vývoj akcií nejsme pesimističtí, ale ani přehnaně optimističtí s přihlédnutím k možným rizikům, která jsou stále zvýšená.

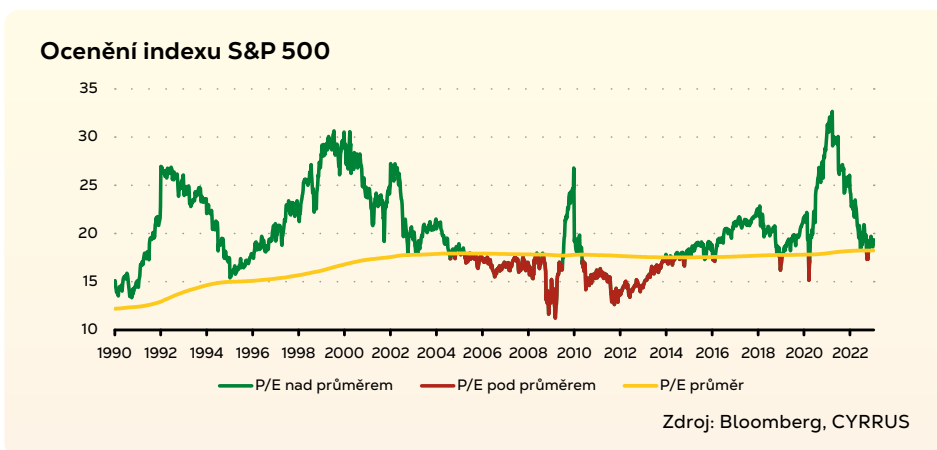
Snížení globální poptávky a zpomalení všech hlavních světových ekonomik povede také k poklesu v korporátní sféře. Očekáváme, že zisky amerických firem (z indexu v S&P 500) zůstanou zhruba na úrovních loňského roku, tedy okolo 220 USD. Růst ziskovosti tak výrazně zpomalí oproti postcovidovému období, kdy zisky rostly

i dvouciferným tempem, což bylo dáno uvolněním zadržené poptávky spíše než zlepšením produktivity. Na následujícím grafu je zobrazen pokles ziskovosti v období covidu, a také následný rychlý nárůst ziskovosti a jejich aktuální stabilizace a stagnace.



Tržní konsenzus analytiků očekává, že zisky (čistý zisk na akcii) pro index S&P 500 v letošním roce vzroste o 4 % na 228 USD. My se domníváme, že jde o **příliš optimistický odhad a očekáváme nulový růst ziskovosti**. Na ziskovosti firem se podepíše slabší poptávka a globální zpomalení, nárůst nákladů, odeznění fiskálních stimulů a rozpouštění covidových úspor a rezerv. Opačně bude naopak působit ukončování lockdownů v Číně, kdy by čínská zadržovaná poptávka měla pomoci hlavně v některých sektorech (spotřební zboží, luxusní zboží, energetika, hardware a další), kterým se podrobněji věnujeme v poslední části výhledu.

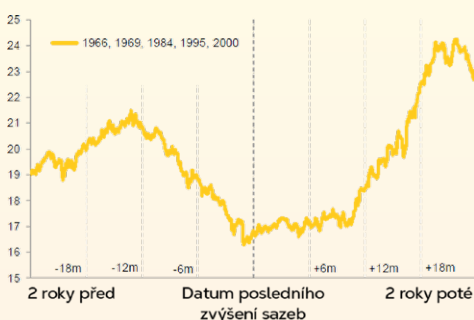
Vývoj ziskovosti je klíčový pro tržní ocenění neboli valuace. Z valuačního pohledu se dá říct, že jsou americké akciové trhy sice stále mírně dražší, než je jejich historický průměr. Loňské poklesy ovšem výrazně přispěly ke korekci vysoce nadprůměrného ocenění amerických trhů. Loňský pokles na trzích spočíval tedy především v návratu valuací k realističtějším hodnotám z pohledu měnové politiky a současné úrovně sazeb. Stále se však nedá konstatovat, že by americké akciové trhy byly s přihlédnutím k současnému nastavení měnové politiky levné. I proto se domníváme, že by přecenění terminální sazby signalizované Fedem mohlo v prvním kvartále letošního roku přinést další korekci valuací, a to o střední až vyšší jednotky procent. Díky této korekci bychom se posunuli na dlouhodobý valuační průměr směrem k úrovním P/E okolo 16x, což odpovídá hodnotě S&P 500 okolo 3500 b.



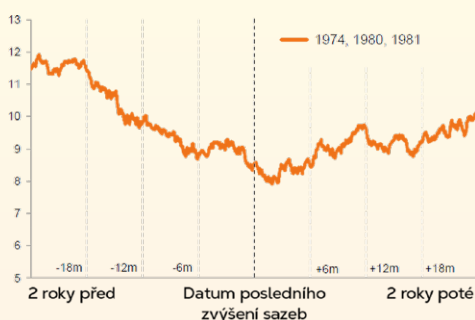
Jak by se mohly vyvíjet valuace, a tedy i hodnota akciového indexu S&P 500 v návaznosti na náš hlavní scénář, je vidět na následujících grafech. Ty byly zpracovány investiční bankou Goldman Sachs a my je využíváme jako podpůrný argument pro naši analýzu. Svíslá čára znázorňuje dosažení vrcholu úrokových sazeb, ke kterému podle našeho očekávání a podle signálů ze strany americké centrální banky dojde letos ve druhém čtvrtletí. V případě soft-landingu mají valuace tendenci se v horizontu dvou let zotavovat mnohem rychleji ve srovnání se situací, kdy ekonomiku zasáhne hlubší recese. Nicméně v obou případech nastává prvních šest měsíců po dosažení vrcholu hikovacího cyklu vývoj valuací bez výraznějších pohybů. To nám potvrzuje náš očekávaný směr akciových trhů v letošním roce, kdy index na konci roku čekáme bez větších pohybů v porovnání se začátkem letošního roku.

Historický vývoj ocenění amerického trhu v případě hladkého a tvrdého přistání

Valuace se historicky zotavily rychleji v případě hladkého přistání



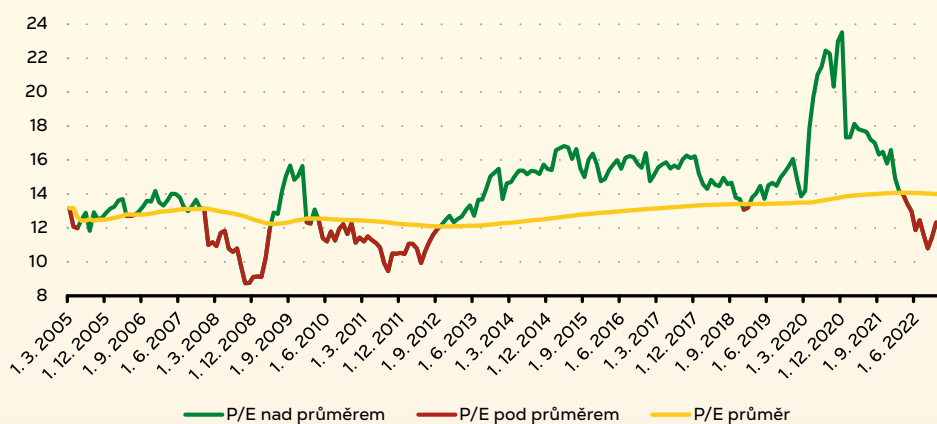
V případě hluboké recese zůstávají valuace na nižších úrovních déle



Zdroj: Goldman Sachs Research, CYRRUS

Když se však podíváme na starý kontinent, akciové trhy v Evropě vypadají z pohledu valuací mnohem zajímavěji. Valuace panevropského indexu Euro Stoxx 600 se dostaly pod svůj dlouhodobý průměr a v současné době jsou na dvanáctinásobných hodnotách. Čistě z pohledu tržního ocenění je tak evropský trh zajímavější než ten americký. Evropa se nicméně potýká s problémy spojenými s energetickou krizí – vládne zde vyšší míra nejistoty než na trhu v USA, proto jsou i valuace nižší. Domníváme se, že kvůli nízkému ocenění a zastoupení tradičních sektorů, jako je bankovníctví nebo energetika, jsou evropské trhy zajímavé, jelikož existuje pravděpodobnost příjemného překvapení v podobě zažehnání energetické krize a makroekonomického zotavení. Tuto skutečnost zohledňujeme také ve výběru doporučených titulů v poslední části tohoto textu.

Ocenění indexu Euro Stoxx 600



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

V současné době se index S&P 500 nachází na úrovni 3960 b., což při současné výši zisků 220 USD znamená valuaci na úrovni 18x. V případě zacenění v důsledku dalšího navyšování úrokových sazeb a poklesu valuací bychom se na indexu posouvali níže k úrovni 3520 bodů, což je situace, která podle nás může nastat v prvním kvartále letošního roku. ^[1]

Pro horizont letošního roku však díky celkovému prostředí a již zmíněným makroekonomickým faktorům čekáme, že se zisky amerických firem udrží na současné výši 220 USD a valuace, které nebudou mít podporu rozvolněné měnové politiky, zůstanou poblíž svých dlouhodobých průměrů. To naznačuje, že v horizontu letošního roku očekáváme, že se index S&P 500 bude nacházet v rozsahu svých aktuálních úrovní, tedy mezi 3800–4000 b. ^[2]

Valuační matice pro index S&P 500

		čistý zisk na akcii (EPS)				
		198	209	220	231	242
P/E	15	2970	3135	3300	3465	3630
	16	3168	3344	3520	3696	3872
	17	3366	3553	3740	3927	4114
	18	3564	3762	3960	4158	4356
	19	3762	3971	4180	4389	4598
	20	3960	4180	4400	4620	4840
	21	4158	4389	4620	4851	5082
	22	4356	4598	4840	5082	5324
	23	4554	4807	5060	5313	5566

^[1] **Zelený rámeček:** Pokles valuací v případě zacenění terminální sazby avizované Fedem.

^[2] **Modrý rámeček:** Index S&P 500 by se měl ke konci letošního roku nacházet v rozsahu svých aktuálních úrovní, tedy mezi 3800–4000 b.

^[3] **Oranžový rámeček:** V případě hluboké recese bychom se přesunuli do hodnot 3000–3100 b., pokles by byl způsoben poklesem valuací i poklesem zisků.

Hlavní riziko naší prognózy by představovala hlubší a delší recese, než kterou v současné době očekáváme. Ta by ve výsledku znamenala pokles zisků o 10 až 15 %, což byly pro období recesí v minulosti běžné poklesy. V tomto případě bychom se na valuační matici posouvali směrem k červeným číslům a index S&P 500 by se mohl propadnout až na hodnoty 3000–3100 bodů. ^[3]

Tržní konsenzus a očekávání strategií investičních bank spolu s očekáváním společnosti CYRRUS je shrnuto v následující tabulce.

	S&P 500 na konci roku	EPS (v USD)
Nejvyšší hodnota	4 750	230
Nejnižší hodnota	3 225	186
Průměr	4 050	210
Medián	4 075	210
Odhad CYRRUS	3 900	220

Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Banky se obchodují s velkou slevou, jejich ziskům pomůže přísnější měnová politika

Banky se podle našich predikcí zařadí mezi letošní investiční vítěze. Jde o cyklický a hodnotový sektor. Akcie se obchodují na smysluplných násobcích čistého zisku nebo účetní hodnoty. **P/B amerických finančních domů dosahuje hodnoty 1,15, kapitalizace evropských peněžních ústavů se v průměru nachází pouze na 60 % účetní hodnoty.** V historickém kontextu jde o extrémně nízké valuace. Navíc můžeme předpokládat zvyšování bankovních zisků. **Finančním domům na obou stranách Atlantiku pomáhá prostředí vyšších sazeb.** Americké peněžní ústavy generovaly již během loňska citelný nárůst čistých úrokových výnosů, v případě jejich evropských protějšků proběhne markantnější nárůst v prvních kvartálech letošního roku.

Americké banky utrpěly během loňska značný propad v segmentu investičního bankovníctví. **Objevují se však určité známky ožívání aktivity na kapitálovém trhu.** To značí, že by se letos této divizi mělo dařit lépe. Finanční domy v oblasti investment bankingů taktéž přistoupily k mohutným škrtům, což se pozitivně projeví na výsledcích. Evropské peněžní ústavy se více angažují ve wealth managementu, který představuje zdroj stabilních a dobře predikovatelných příjmů. **Zároveň platí, že podíl problémových úvěrů v bilancích evropských i amerických bank zůstává zanedbatelný.** Jelikož se na obou kontinentech očekává pouze mírné hospodářské ochlazení, neměly by se finanční domy pouštět do rozsáhlé tvorby rezerv. Celkově tedy současné kurzy nabízí možnost otevření pozice s diskontem a následného profitování z rostoucích výnosů v daném sektoru. **Doporučujeme se zaměřit na stabilnější tituly s kvalitními bilancemi.** V eurozóně se proto raději vyhýbáme bankám se sídly v zemích s nestabilní situací. V případě amerického trhu preferujeme instituce, které mají menší expozici vůči investičnímu bankovníctví.

Doporučené tituly – USA: Bank of America, JP Morgan. Eurozóna: BNP Paribas, KBC

Spotřební zboží dostane nový impuls z Číny

Hranice Číny se na konci loňského roku po poměrně tvrdých lockdownech začaly znovu otevírat. Pro celosvětovou poptávku to znamená výrazný impuls, právě spotřební síla Číny je totiž svou velikostí nezanedbatelná. Právě z tohoto důvodu doporučujeme směřovat pozornost do sektoru spotřebního zboží. V první polovině letošního roku doporučujeme zůstat spíše defenzivně nastavení, což v kontextu tohoto sektoru znamená investovat do firem podnikajících v potravinářském průmyslu nebo výrobě tabákových produktů.

Zadržená covidová poptávka z Číny by pak měla prospívat cyklickému spotřebnímu zboží, jako jsou třeba luxusní značky, oděvní firmy, případně firmy v oblasti kosmetických produktů. V tomto odvětví nalezneme spoustu atraktivních firem napříč kontinenty – tedy jak zástupce amerických, tak evropských trhů. Ekonomika a akciové trhy se pohybují v cyklech a mírná recese a současná kontrakce spotřebitelské poptávky znamená, že v nadcházejících měsících by mělo nastat jejich zotavení, které brzy začnou reflektovat také investoři. Vývoj ekonomického cyklu, zadržená covidová poptávka a postupné uvolnění dodavatelských řetězců jsou pak mixem faktorů, které poskytují podporu pro firmy v této oblasti a jsou také důvodem, proč se na tuto oblast blíže zaměřujeme.

Doporučené tituly – Starbucks, Louis Vuitton Moët Hennessy, Capri, L'Oréal, Porsche

Nenápadné komponenty, na kterých stojí elektronika

Jedná se o polovodiče – často opomíjené, nicméně nezbytné součásti veškeré elektroniky, bez nichž by se neobešly ani automobily, ani průmysl. V tomto případě nehovoříme o počítačových čipech, grafických kartách ani procesorech, ale spíše napájecích komponentech (MOSFET), mikrokontrolerech, logických čipech a dalších. I když se o tomto odvětví příliš nemluví, představuje obchod s polovodiči největší světový obchod (zejména pak čínský import polovodičů).

Polovodiče jsou jedním z odvětví, které je vůbec nejvíce citlivé na očekávaný vývoj v ekonomice. Díky mělké recesi a následnému zotavení pak čekáme také růst v tomto sektoru – ruku v ruce s vývojem ekonomického cyklu. Podporu pro toto odvětví poskytuje také automobilový sektor, který stále dohání výrobní gap z covidového období a z období nedostatku komponent. Ve druhé polovině příštího roku očekáváme také postupné zotavení ve spotřební elektronice, která by měla odvětví přinést důležitou podporu.

Doporučené tituly – Texas Instruments, Micron Technology, Infineon, ON semi, ASML, Marvell Technology

A series of horizontal dotted lines for writing, spanning the width of the page.

Výhrada (disclaimer)

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a. s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a. s. a Frankfurt Stock Exchange (FWB) – Deutsche Börse. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoliv finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami. Nic vám neskrýváme. Jsme CYRRUS.

Investujte. CYRRUS

www.cyrrus.cz