



2024

Investiční výhled 2024

Rok inflační úlevy

Obsah

Amerika přepisuje učebnice – porazí inflaci i bez recese?	6
Evropa trpí a trpět bude dál	7
Česko zůstává otloukánekem Evropy	8
Monetární politika velkých centrálních bank: snižování sazeb na dohled	10
Akcie v područí ekonomického růstu	12
Sektorová alokace: preference hodnotových titulů před nejasným růstem	16
Energetický sektor – sázka na „ <i>starou ekonomiku</i> “ je stále lákavější	18
Výhled sektoru	18
Podhodnocený lokální těžař ropy v USA – Devon Energy	18
Průmyslová firma v energy sektoru – SLB	19
Sázka na jistotu – Exxon Mobile	20
Odvětví lodní dopravy – riziková investice s vysokým potenciálem	21
Luxus: nižší valuace a současný solidní růst tržeb do budoucna	22
Technologie: větší důraz na hodnotové tituly v sektoru	23
Na jaké investiční certifikáty vsadit během letoška?	24
Zajímavost na závěr: proč se nebát inflace	25

Do rukou se vám dostal investiční výhled společnosti CYRRUS pro aktuální rok. Než se však zahloubáme do toho, jaký podle naší prognózy bude, pojďme se ohlédnout za tím loňským.

Rok 2023 dopadl překvapivě dobře. Hlavním centrálním bankám se podařilo nastartovat rychlý dezinflační proces. Navzdory citelnému zvýšení úroků dokázala zejména americká ekonomika udržet úctyhodné tempo růstu. Naději vyvolala i umělá inteligence, na niž investoři pohlíží jako na přelomovou technologii, která pomůže korporátní profitabilitě.

Vstup do nového roku je tak ve srovnání s loňskem o poznání optimističtější. Inflace se během letoška více přiblíží k 2% cíli centrálních bank. Ty se tak budou moci vydat s úroky dolů. A přestože proces snižování sazeb nebude tak rychlý, jak očekává trh, pomůže stabilizovat akciové valuace. Hladké přistání, které předpokládáme u americké ekonomiky, zase poskytne podporu korporátním ziskům.

Z toho vyplývá, že i přes zvýšené hodnoty akciových indexů můžeme nalézt řadu investičních příležitostí, které nabízí potenciál atraktivního zhodnocení – zejména v hodnotových sektorech.

Investiční výhled 2024 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 konkrétnější příležitosti. Přesvědčte se sami na následujících stránkách.

Tomáš Pfeiler
Portfolio manažer CYRRUS

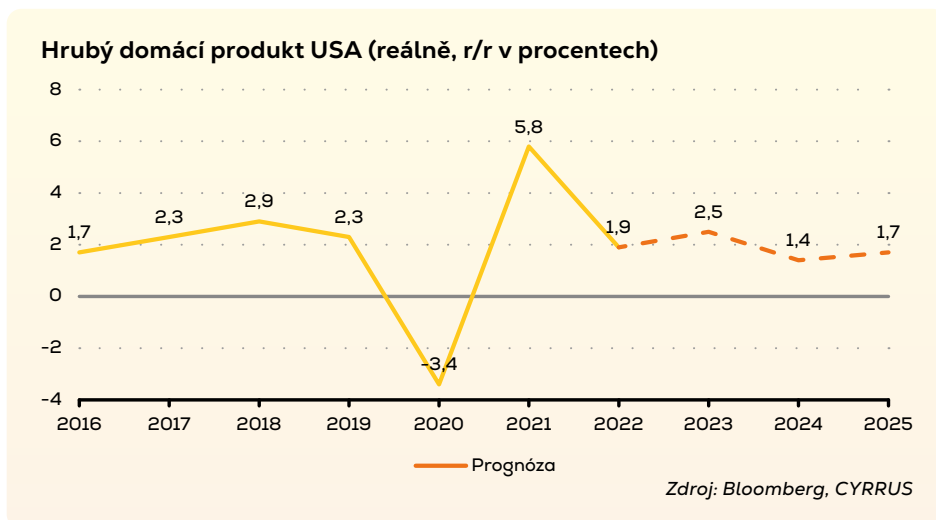
Amerika přepisuje učebnice – porazí inflaci i bez recese?

Americké ekonomice se prozatím daří plnit sen centrálních bankéřů, když **navzdory vysokým úrokovým sazbám, které potlačují rozbouřenou inflaci, prozatím nedošlo k propadu ekonomiky do recese**. Co víc, je docela dobře možné, že k žádné recesi ani nedojde. Za rok 2023 Spojené státy míří k ekonomickému růstu poblíž 2,5 procenta, ke kterému jim dopomohla na historické poměry nízká míra nezaměstnanosti, silná fiskální podpora i nezvykle pozitivní bilance přeshraničního obchodu. Ani úrokové sazby přesahující pět procent americkou ekonomickou mašinu nezastavily.

V roce 2024 je ovšem podle nás částečné ochlazení nevyhnutelné, byť rozhodně do nového roku nehledíme s přehnanými obavami. Růst spotřeby domácností podle nás zpomalí do okolí 1,5 procenta, ještě výrazněji pak zabrzdí vládní sektor, který po masivním nárůstu spotřeby tempem 2,6 procenta v minulém roce tentokrát přidá pouze 0,7 procenta. **Do záporného teritoria, které je ovšem v USA standardem, bude celkový výkon ekonomiky stahovat obchodní bilance**. Umírněným tempem pak budou narůstat soukromé investice, které v první polovině roku budou nadále komplikovány relativně vysokými úrokovými sazbami. Slábnoucí spotřebitelská i investiční aktivita se projeví na trhu práce, kde **míra nezaměstnanosti naroste z loňských 3,6 na přibližně 4,2 procenta**, což je ovšem na americké poměry nadále spíše dobré číslo.

Spotřebitelská inflace se po přibližně čtyřech procentech v roce 2023 sníží pod úroveň tří procent, což **umožní pravděpodobně v červnu letošního roku americké centrální bance zahájit cyklus snižování úrokových sazeb, které celkem poklesnou o celý jeden procentní bod**.

V souhrnu očekáváme od ekonomiky Spojených států **zpomalení růstu z 2,5 procenta v roce 2023 na letošních 1,4 procenta**. Hlavním možným rizikem této prognózy zůstává potenciální větší setrvačnost inflace, která by si mohla vyžádat **ponechání úrokových sazeb na vysokých hodnotách po delší dobu**. Jedná se ovšem o oboustrannou nejistotu, jelikož nelze vyloučit ani překvapení opačné, tedy rychlejší uklidnění inflace, nižší sazby a mírně svižnější růst. Obavy z případných negativních dopadů aktuálních geopolitických konfliktů se pak Spojených států podle nás spíše netýkají.



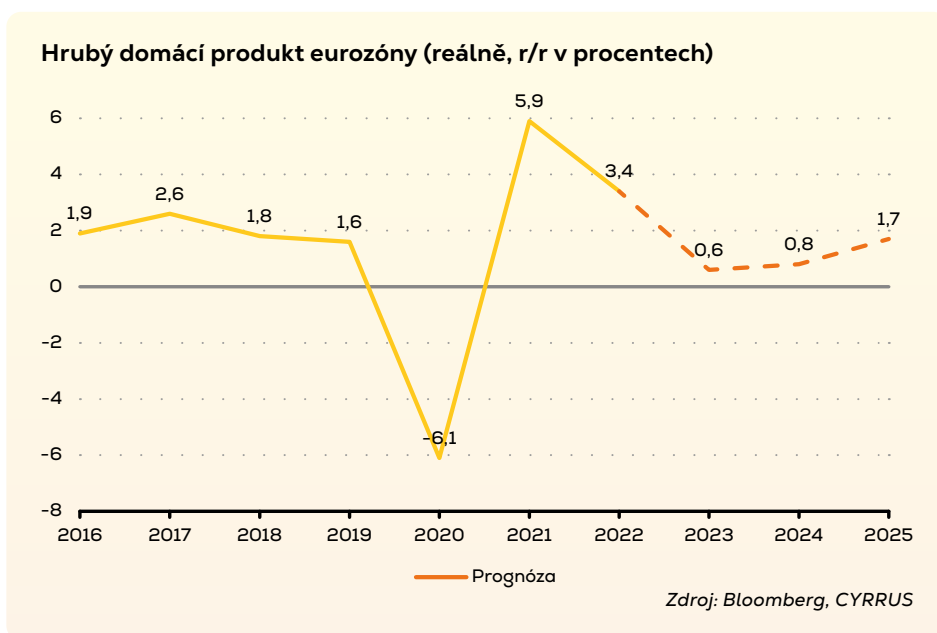
Evropa trpí a trpět bude dál

Evropě se rok 2023 pranic nevydařil, když její ekonomika míří k růstu o nepatrných 0,6 procenta. Svou roli v tom sehrála slabá spotřeba domácností způsobená uplynulou inflační vlnou. Na rozdíl od Spojených států se Evropané nedočkali ani výraznějšího růstového impulzu od veřejného sektoru, jehož spotřeba meziročně zhruba stagnovala. Brzdou výkonu eurozóny se navíc stává průmyslový sektor, který si sice užívá zlevňování výrobních vstupů, ovšem v opačném směru působí uvadající poptávka. Samostatnou kapitolou je pak dynamika tvorby hrubého fixního kapitálu, která se pod tíhou pesimistického sentimentu a vysokých úrokových sazeb téměř zastavila.

Velké zlepšení bohužel nelze očekávat ani v roce 2024. Vzhledem k předpokládanému zvyšování reálných mezd sice lze počítat s růstem spotřeby domácností, ovšem po zoufalých 0,6 procenta z loňska tentokrát očekáváme pouze mírně lepší jedno procento. Krušné časy budou pokračovat v průmyslovém sektoru, který si teprve postupně navyká na realitu dražších energií a zůstává pod tlakem slabé poptávky, a to jak v rámci samotné Evropy, tak i například z Číny, která představuje důležité odbytíště. Zpřetrhané pochopitelně zůstávají vztahy s Ruskou federací, ačkoliv část evropského exportu patrně obchází platné sankce přes trhy třetích zemí. Na uzdě se prozatím daří držet alespoň míru nezaměstnanosti, která po loňských 6,5 procenta zřejmě naroste pouze nepatrně a podle nás dosáhne 6,7 procenta.

Problematická zůstává spotřebitelská inflace, která sice již sestoupila z dříve nevídaných hodnot poblíž 10 procent a v prosinci dosáhla relativně snesitelných 2,9 procenta, nečekanou setrvačností ovšem projevuje její jádrová složka, která se drží na 3,4 procenta. Uklidnění ve spotřebitelských cenách podle nás sice bude v roce 2024 pokračovat, ale pomalejším tempem a inflace dosáhne průměrné hodnoty kolem tří procent. Evropská centrální banka tak bude ke snižování úroků přistupovat jen velmi opatrně a ty tak ještě na konci roku budou dosahovat na evropské poměry vysokých 3,25 procenta.

Celkově tak podle nás ekonomika eurozóny po nemastném roce 2023 předvede neslaný rok 2024, ve kterém si připsíže růst HDP o 0,8 procenta. Rizika jsou přitom vychýlena spíše mírně směrem dolů, kam by Evropu mohlo strhnout naplnění geopolitických hrozeb na Blízkém východě.

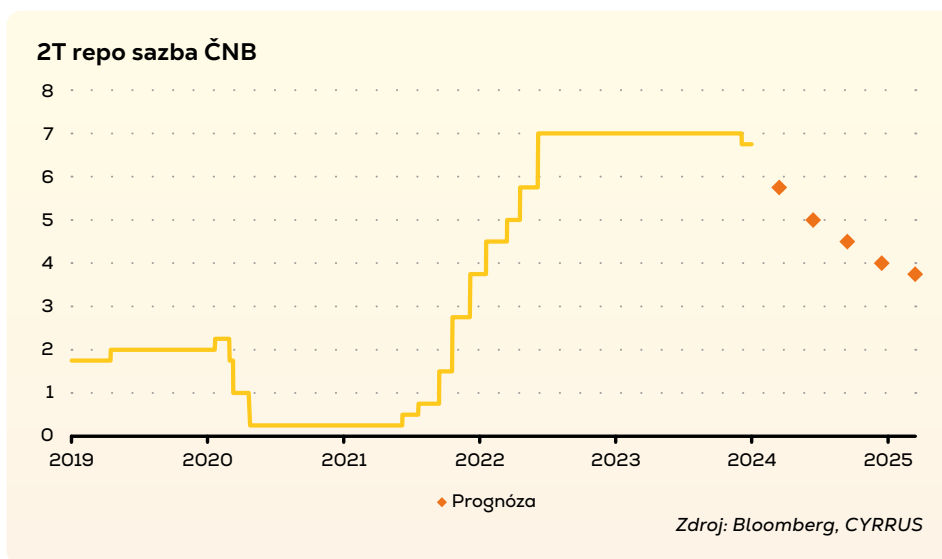


Česko zůstává otloukánkem Evropy

Česká ekonomika plní novinové titulky nejen v tuzemsku, ale i v blízkém zahraničí a bohužel se nejedná právě o komplimenty. **Náš hrubý domácí produkt zůstává pod úrovní z konce roku 2019**, tedy období před začátkem pandemie, a **v tomto ohledu jsme suverénně nejhorší z celé evropské sedmadvacítky**. Naděje vkládané do roku 2023 se přitom nenaplnily a **namísto alespoň symbolického odražení se ode dna jsme se znovu propadli, pravděpodobně o dalšího zhruba půl procenta**.

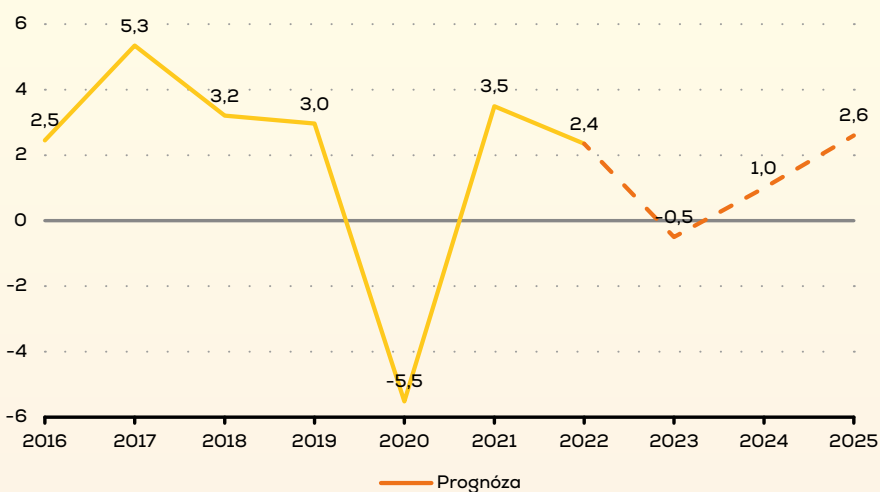
Pro rok 2024 jsou české vyhlídky již přece jen o něco nadějnější, ačkoliv **k ideálu mají stále daleko**. Klíčovým momentem podle nás bude **definitivní zkrocení inflace**, která již v lednu spadne do okolí tří procent a po zbytek roku bude pozvolna klesat (bližší detaily našeho výhledu na českou inflaci naleznete ve speciální kapitole této publikace nazvané „*Proč se nebát inflace*“). S poklesem inflace **by se k relativně svižnému růstu měly vrátit reálné mzdy**, které se letos zvýší o zhruba tři procenta. Vyjednávací pozici zaměstnanců totiž nadále posiluje nízká míra nezaměstnanosti a v nominálním vyjádření si tak podle našeho odhadu vymohou přidání o zhruba šest procent. Právě růst reálných mezd v kombinaci se zlepšením spotřebitelské nálady – která zůstává vpravdě mrazivá – způsobí **oživení spotřeby domácností**, jež dosud představovala zdaleka největší brzdu ekonomického růstu.

Zkrocení inflace bude navíc představovat signál pro Českou národní banku, že může směle **pokračovat v započatém cyklu snižování úrokových sazeb**, jejichž stávající úroveň (6,75 procenta) se v prostředí tříprocentní inflace ukáže být nepřiměřeně restriktivní. Očekáváme tedy jejich svižný pokles, přičemž koncem roku by se základní repo sazba již mohla nacházet poblíž čtyř procent.



Velké naděje naopak nekládáme do výkonu průmyslového sektoru. Ten strávil uplynulých několik let na horské dráze, když střídal pandemické zamrznutí následované přehřátím vlivem nahromaděných zakázek, nedostatkem výrobních vstupů, raketovým zdražováním energií a konečně naopak poklesem výrobních cen i poptávky. Momentálně se nacházíme na sestupné trajektorii a **vzhledem k pesimistickým signálům z tuzemska i klíčových zahraničních trhů nelze v nejbližší době očekávat velké zlepšení**. Kromě slabého průmyslu pak bude proti hospodářskému růstu působit i snaha české vlády o rozpočtovou konsolidaci a očekávaný mírný nárůst nezaměstnanosti. **V souhrnu tak od české ekonomiky letos čekáme růst HDP o jedno procento**, což stále nebude stačit ani na návrat k předpandemickému výkonu.

Hrubý domácí produkt ČR (reálně, r/r v procentech)



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Ani česká koruna nebude mít v roce 2024 na růžích ustláno. Zatímco ještě donedávna ji podpíral příznivý úrokový diferenciál, s očekávaným uvolňováním tuzemské měnové politiky tento efekt vyprchává, a koruna je tak vydána napospas chladnoucímu výkonu celé ekonomiky. **Tento trend bude podle nás pokračovat minimálně do léta,** kdy směrem dolů zamíří i zahraniční úroky a zvýšená spotřební i investiční aktivita dodá vzpruhu českému průmyslu a exportu. Koruna by se tak v průběhu roku mohla podívat na dohled hodnotě EUR/CZK 25,00, zakončit by jej pak měla u EUR/CZK 24,60.

Kurz EUR/CZK



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Monetární politika velkých centrálních bank: snižování sazeb na dohled

Centrální banky během loňska pokračovaly v agresivní kampani zvyšování sazeb. Burzy však ustály razantní monetární utahování bez výraznějších otřesů. Naplno se totiž rozběhl dezinflační proces, což posloužilo jako důkaz, že medicína Fedu funguje. Investoři taktéž pozitivně hodnotí skutečnost, že navzdory růstu úroků zůstává výkon americké ekonomiky robustní. Zejména v závěru roku inflace výrazně zpomalila. **To vše vysílá signál, že cesta ke snižování úroků je volná.**

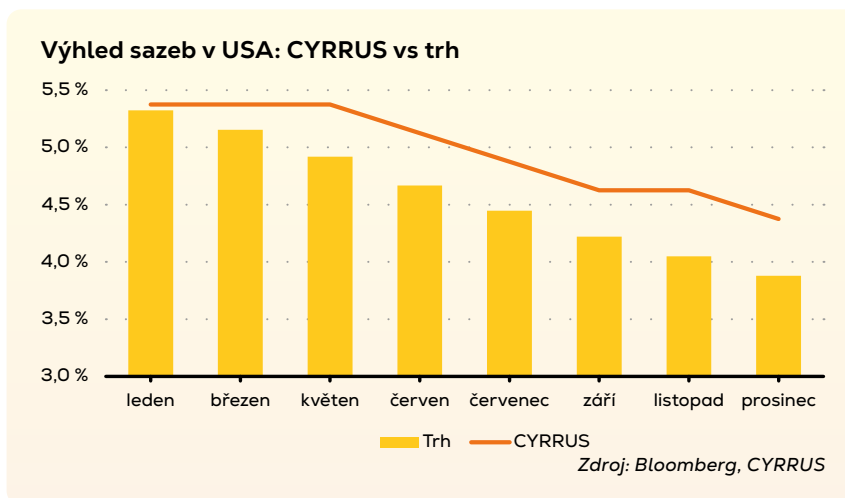
O směřování burz rozhodne intenzita, se kterou se americká centrální banka vydá se sazbami dolů. Burziáni propadli v závěru roku euforii a očekávají šestinásobné snížení úroků během letoška. Takový předpoklad však vnímáme jako přehnaný. **Rychlý cyklus snižování úroků by dával smysl pouze v momentě, pokud by americká ekonomika markantně zpomalila.** To není naším hlavním scénářem. Hospodářský pokles však nelze zcela vyloučit. Historická data ukazují, že recese dorazila ve většině případů až sedm kvartálů po prvotním zvýšení úroků. K tomu došlo v březnu 2022.

Kolik kvartálů po prvním zvýšení sazeb trvalo, než přišla recese

Úvodní zvýšení sazeb Fedem	Kdy dorazila recese	Kolik kvartálů trvalo, než recese dorazila
3Q 1958	3Q 1960	8
4Q 1967	1Q 1970	9
2Q 1972	1Q 1974	7
2Q 1977	2Q 1980	12
4Q 1980	4Q 1981	4
4Q 1986	4Q 1990	16
2Q 1999	2Q 2001	8
3Q 2004	1Q 2008	14

Zdroj: Piper Sandler

Současnou situaci však lze popsat větou „tentokrát je to jinak“. Z USA stále přicházejí data, která potvrzují robustnost americké ekonomiky, a proto zůstává naším hlavním scénářem hladké přistání. To má samozřejmě dopady na očekávanou měnovou politiku. Fed v takovém případě nebude dotlačen k razantním cutům a výsledná trajektorie sazeb bude méně holubičí. **Jako realistické vnímáme, že Fed přistoupí k prvnímú snížení úroků v červnu a do konce roku pošle úroky dolů celkem čtyřikrát.** Tento výhled bude samozřejmě záviset na hladkém průběhu dezinflačního procesu, potažmo ochlazení trhu práce. Začátek letošního roku ukázal, že obě tyto klíčové statistiky dokážou stále negativně překvapit – viz lednové CPI.

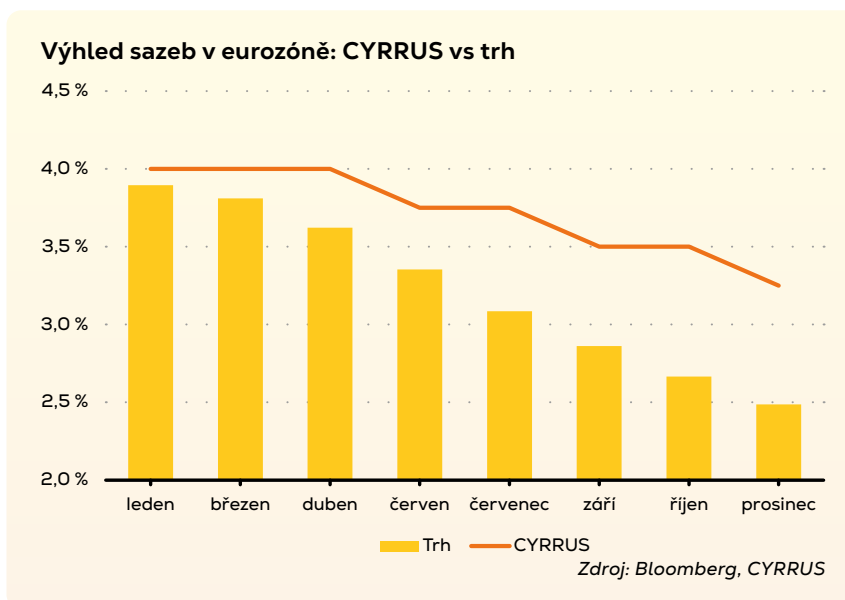


Náš výhled koresponduje s rétorikou představitelů americké centrální banky. Předpokládáme, že s ohledem na přetrvávající inflační rizika bude Fed pokračovat v současném restriktivním postoji. Banka ztratila kredibilitu opožděným zahájením cyklu zvedání sazeb. **Ve snaze si reputaci napravit se bude chtít vyhnout příliš rychlému snižování úroků.** Půlka roku se však s ohledem na zpomalující inflaci jeví jako příhodný termín. **Do konce třetího kvartálu bude banka pokračovat tempem 25 bps za zasedání. Poté zpomalí na tempo jedno snížení za kvartál.** Očekáváme tedy, že Fed sníží úroky o procentní bod do pásma 4,25–4,5 procenta.

Jelikož vývoj úroků bude přísnější, než se nyní investoři domnívají, jsou současné ceny aktiv alespoň krátkodobě zranitelné. **Dluhopisové výnosy propadly přílišně, proto se v prvním kvartálu nejspíš dočkáme jejich opětovného růstu.** Nicméně v této fázi již nenastane návrat delších výnosů nad pět procent. Výnos desetileté splatnosti se může vyšplhat na hodnotu 4,5 procenta, zatímco dvacetiletý vládní bond se může obchodovat s výnosem 4,8 procenta. **I tyto pohyby dokážou přispět k určitému snížení valuací – nejvíce zranitelné jsou akcie mladých technologických společností.** Nicméně do konce roku očekáváme postupné snižování výnosů vládních bondů.

Ve druhém pololetí se ovšem dluhopisové výnosy vydají opět dolů. **K tomu přispěje i fakt, že americká centrální banka zřejmě ukončí program redukce své bilance dřív.** Fed nyní ze svého portfolia vyřadí každý měsíc dluhopisy a cenné papíry kryté hypotékami v objemu 95 mld. dolarů. Původně se očekávalo, že tento program poběží nepřetržitě až do konce roku. Rétorika centrálních bankéřů naznačuje, že se ukončení tohoto procesu zřejmě odehraje v předstihu. To by znamenalo určitý dárek nejen pro akciové, ale i dluhopisové investory.

V případě eurozóny představuje ekonomické ochlazení akutnější problém než v USA. **Paradoxně je to ECB, která prozatím naladila víc jestřábí rétoriku než Fed.** V tuto chvíli o případném snižování úroků neproběhly žádné debaty. Ani centrální bankéři z Frankfurtu však nezůstanou jednostranně zaměřeni na inflaci – v této fázi již musí vnímat negativní dopady měnové politiky na hospodářský růst. Očekáváme, že ECB, podobně jako Fed zahájí cyklus zvyšování úroků v červnu. **Centrální banka bude postupovat tempem jednoho snížení o 25 bps za kvartál. Sazby tak do konce roku poklesnou na 3,25 procenta.** Od půlky roku začne probíhat konec reinvestičního režimu v rámci protipandemického programu (PEPP). Trh však s tímto scénářem počítá a prozatím nic nenasvědčuje tomu, že by kroky ECB měly přispět k dluhopisovému stresu v jižních zemích eurozóny.



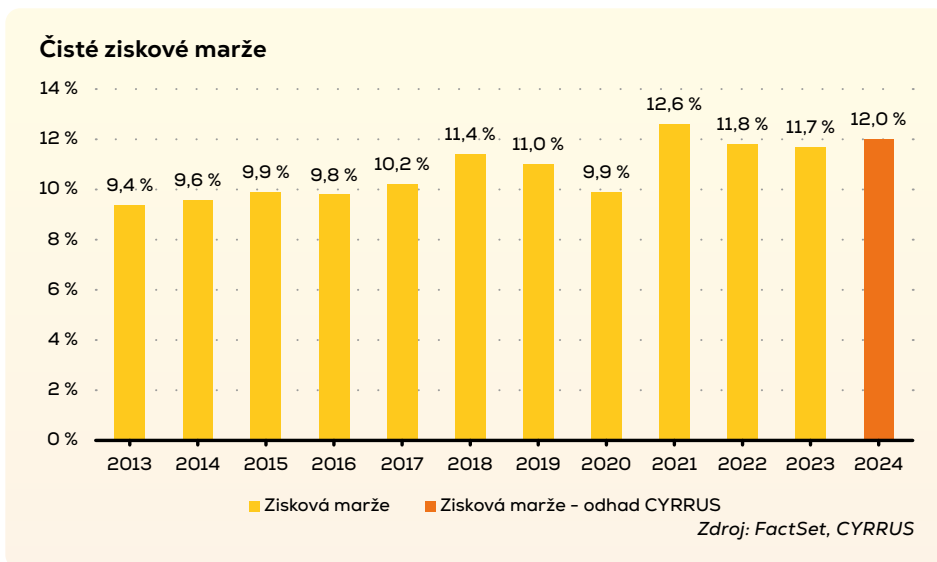
Celkově vzato, cyklus zvedání úroků ukázal, že ekonomiky USA i eurozóny jsou dostatečně odolné a vyšší sazby ustály bez významnějších potíží. Obavy z tržních nehod se nenaplnily. Restriktivnější politika může zabolet firmy se slabšími bilancemi, opakování některých incidentů jako např. kolapsu Silicon Valley Bank se však v daném momentě jeví jako nepravděpodobné.

Akcie v područí ekonomického růstu

Monetární politika by již neměla akciím příliš škodit, jelikož největší stupeň utahování mají trhy za sebou. **Společnosti se zdravými bilancemi by neměly restriktivnější měnové podmínky zásadněji pocítit.** Klíčovým faktorem pro směřování akcií bude síla amerického hospodářství.

Pro valuace bývá pozitivní zprávou, když úroky vystoupají na vrchol. Pokud sazby rostou, mívají tendenci srážet ocenění dolů. **Završení cyklu zvedání úroků však s sebou obvykle přinese stabilizaci valuací.** Hlavní neznámou v tuto chvíli představuje síla amerického hospodářství. **Pokud ekonomika neprojde markantním ochlazením, udrží se v kladném teritoriu i růst zisků.** Takovému scénáři přikládáme největší váhu (70 procent). Příchod recese by však dokázal naši investiční tezi vykoledit, jelikož by došlo ke ztenčení marží i zisků.

Naší hlavní tezí zůstává mírný nárůst marží. Ziskové marže v indexu S&P 500 dosáhly vrcholu v roce 2021, kdy se vyšplhaly na 12,6 procent. Poté dva roky v kuse klesaly v souvislosti s tím, jak firmy zápasily s inflačními tlaky. **Podniky nedokázaly přenést zvýšené náklady na své zákazníky, což se propsalo do slabší profitability.** Během loňského roku marže klesly na 11,7 procent. Letošek se ponese ve znamení mírného zotavení. **Dezinflační proces pokračuje, což povede k méně významnému tlaku na náklady.** Přestože současné monetární restriktce mají určitý dopad na spotřebu, zůstávají útraty amerických domácností solidní. Tato skutečnost by měla přispět k opětovnému rozšíření marží. Jsme však méně optimističtí než trh, který očekává rozšíření marží na 12,3 procenta. **Jako realističtější se nám jeví zvýšení marží na 12 procent.** Vnímáme, že se zvýšené úroky propisují do ochoty zákazníků akceptovat pouze mírné zdražení. Rizikem pro marže jsou i rostoucí ceny energetických komodit, které by se propsaly do zvýšených nákladů.

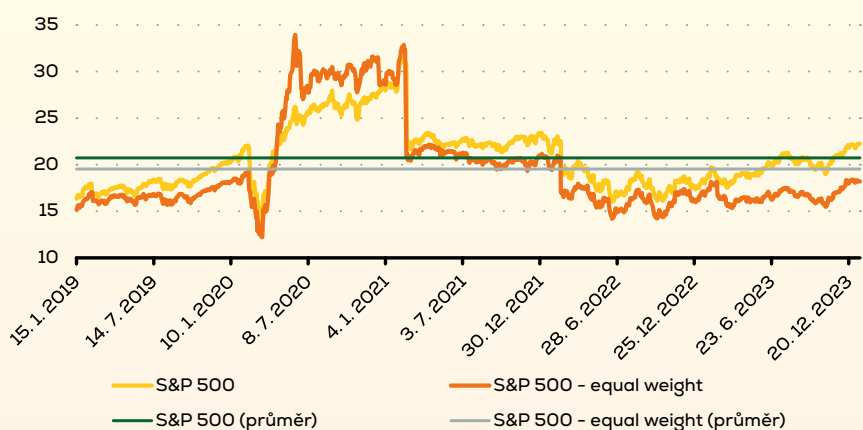


Hlavní riziko pro náš základní scénář představuje recese. V případě recese mají akcie tendenci dosáhnout dna již před momentem, kdy vrcholí ekonomická bolest – propady na burzách by odstartovalo citelné zhoršení indikátorů typu PMI nebo indexu ekonomických překvapení (např. CESI). **Nicméně rizikem pro naplnění našeho hlavního scénáře je i pokračování překvapivě silného růstu americké ekonomiky (no landing).** Takové prostředí by zkomplikovalo boj Fedu s inflací a mohlo by vést k delšímu trvání monetárních restrikcí, což je pro ceny aktiv obecně negativním faktorem.

Věříme však, že americké hospodářství projde hladkým přistáním, a proto tržby firem porostou jednociferným tempem. Inflace zůstane po většinu roku nad dvouprocentním cílem a s ohledem na soft landing lze očekávat mírné zvýšení produkce. **V tomto kontextu předpokládáme, že výnosy společností z indexu S&P 500 vzrostou v průměru o 4,5 procenta** – v tomto ohledu jsme méně optimističtí než konsenzuální odhady, které predikují růst tržeb okolo 5,5 procenta. Když dáme tuto dynamiku do kontextu s očekávaným vzestupem čistých marží o 30 bps, **vychází nám tempo růstu zisků 7,2 procenta.**

Vyšší výchozí valuace a euforická očekávání ohledně budoucího výhledu měnové politiky naznačují, že prostor pro posílení akcií je během letoška limitován. Aktuální forward P/E pro index S&P 500 dosahuje 22,3 a nachází se tak nad pětiletým průměrem 20,7. Na druhou stranu pohled na valuace indexu S&P 500 váženého rovným dílem nabízí alespoň pár důvodů k optimismu. Současná valuace se pohybuje okolo úrovně 18,2 a je tak pod pětiletým průměrem ve výši 19,5. **To signalizuje, že z pohledu ocenění jsou drahé primárně technologické společnosti, zatímco zbytek indexu není v daném momentě markantně předražený.** Nicméně technologické akcie dokážou ovlivnit širší investorský sentiment.

**Valuace indexu S&P 500 a S&P 500,
ve kterém mají jednotlivé tituly stejnou váhu**



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Valuace se sice na první pohled jeví jako našponované, nicméně můžeme se dočkat ještě mírného navýšení. Nižší úroky jim totiž svědčí. Volně přeloženo největší část bolesti mají valuační násobky za sebou, **v prostředí nižších sazeb bude o něco lépe**. Proto předpokládáme, že ocenění mírně vzroste na 22,7 pro index S&P 500 (vážený tržní kapitalizací). Samozřejmě že uvnitř indexu dojde k určitému valuačnímu přeskupení, kdy předpokládáme snížení ocenění některých menších technologických společností, u kterých se nepovede rychle zpeněžit benefity spojené s AI. Naopak valuace by se měly zvýšit u hodnotových titulů. **Pro hodnotové akcie očekáváme během letoška mohutný kurzový růst o cca 19,5 procenta** (viz detailnější rozbor v kapitole Sektorová alokace).

Aktuální EPS (zisk na akcii) pro S&P 500 v tomto momentě dosahuje cca 215 USD. Pokud jej navýšíme o námi očekávané tempo růstu (7,2 procenta), **vyjde nám EPS pro konec roku 2024 okolo 230 USD**. Při použití výše zmiňovaného valuačního násobku (22,7) vychází pro **S&P 500 cílová cena ve výši 5 230**. Pokud bychom tento cíl měli určit v intervalovém vyjádření, čekáme na konci roku 2024 hodnotu indexu **S&P 500 v pásmu 5 060–5 290 bodů**. Oproti současným cenám jde o **zhodnocení o 6–11 procent**.

Matice pro hodnotu S&P (podle hodnot EPS a P/E)

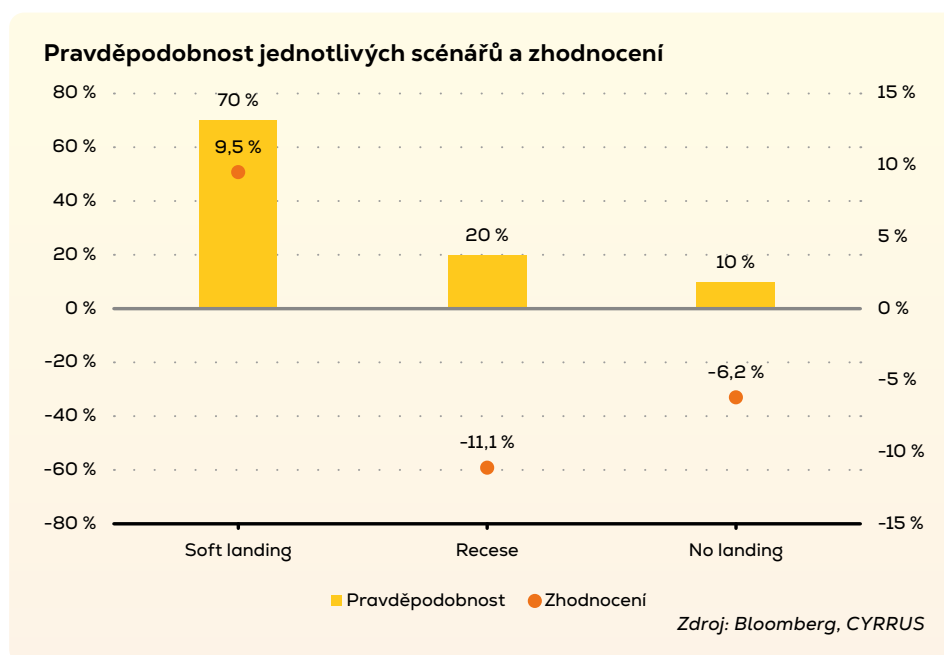
		EPS				
		185	200	215	230	245
P/E	18	3 330	3 600	3 870	4 140	4 410
	19	3 515	3 800	4 085	4 370	4 655
	20	3 700	4 000	4 300	4 600	4 900
	21	3 885	4 200	4 515	4 830	5 145
	22	4 070	4 400	4 730	5 060	5 390
	23	4 255	4 600	4 945	5 290	5 635
	24	4 440	4 800	5 160	5 520	5 880
	25	4 625	5 000	5 375	5 750	6 125
	26	4 810	5 200	5 590	5 980	6 370

Zdroj: CYRRUS, Bloomberg

Riziko našeho výhledu představuje recese. Jde však o alternativní scénář, kterému přisuzujeme nízkou pravděpodobnost (cca 20 procent). **Historie nás učí, že zisky v takovém prostředí mohou propadnout o 10–15 procent.** Na druhou stranu tento pokles by vyvažovaly valuační násobky. Fed by totiž začal razantněji snižovat sazby, což by stlačilo dolů dluhopisové výnosy. Nižší dluhopisové výnosy by poskytly valuačním určitou podporu.

Rizikovým scénářem je i tzv. *no landing*, tedy přetrvávání rapidního ekonomického růstu, který by znemožnil pokračování dezinflačního procesu. Opět jde o variantu, které přisuzujeme malou pravděpodobnost (cca 10 procent). **(V takovém případě by Fed nesáhl ke snížení sazeb, a naopak by musel přistoupit k dodatečnému zpřísnění měnové politiky.** To by vytlačilo nahoru dluhopisové výnosy (10Y bond opět nad pět procent). Tato situace by vedla ke kompresi valuačí o více než 10 procent. Zároveň by vyšší úroky zpomalily tempo růstu zisků – zejména ve 2H24. Navzdory silné dynamice HDP bychom se zřejmě dočkali slabého zvýšení EPS (pravděpodobně by se udrželo okolo úrovně 215 USD).

V případě těchto scénářů by S&P 500 mohl oslabovat do pásma 4 085–4 300, tj. v relativním vyjádření jde o pokles v intervalu 5–15 procent. Pravděpodobnosti jednotlivých variant a předpokládané zhodnocení (průměr) uvádíme v následujícím grafu.



I v případě základního scénáře hrozí v úvodu roku určitá korekce. Aktuálně totiž investoři sázejí na příliš benevolentní politiku hlavních centrálních bank. Určité narovnání tržních očekávání podle rétoriky Fedu může způsobit korekci (o 9–12 procent). **Prostor pro zpevnování indexů a naplnění naší základní investiční teze tak vidíme zejména ve druhé půlce roku,** kdy k první redukci úroků reálně dojde a zároveň se zlepší viditelnost ohledně dalšího ekonomického vývoje.

Obecně nejsme příliš nakloněni evropskému regionu. Vnímáme jej v porovnání s USA jako rizikovější. K plošným nákupům nás nemotivuje ani atraktivnější valuační násobky Stoxx Europe 600, která aktuálně dosahuje 13,4. **Podle našeho názoru souvisí s ekonomickými i geopolitickými hrozbami.** Evropu trápí slabší dynamika HDP a v regionu je více pravděpodobná recese. Zároveň se nachází geograficky blíž konfliktu na Ukrajině a není zcela imunní vůči doprovodnému riziku nárůstu cen energetických komodit. **V rámci Evropy proto doporučujeme poohlížet se po konkrétních titulech, nikoliv udržovat plošnou expozici.**

Sektorová alokace: preference hodnotových titulů před nejasným růstem

Pro letošek preferujeme hodnotové sektory, u kterých vnímáme atraktivní valuace. V případě většiny z nich se ocenění nachází výrazně pod historickým mediánem (bráno z dat za posledních dvacet let). Hodnotové tituly v rámci S&P 500 se aktuálně obchodují na 11,5násobku čistého zisku, což je pod dvacetiletým mediánem ve výši 12,5. Během loňska nakonec růstové tituly překonávaly svou výkonností své hodnotové protějšky, a to i díky boomu umělé inteligence. Růstové tituly se obchodují s P/E 23, přičemž dvacetiletý medián dosahuje zhruba 17. **To svědčí o markantní překoupenosti.**

Letošek podle našeho názoru přinese hodnotovým akciím řadu pozitivních impulzů. Přestože sazby poklesnou, zůstanou na zvýšených úrovních (ve srovnání s předchozí dekadou). Takové prostředí obvykle mění investorské preference. **Sázíme tak na masivní rotaci do hodnotových sektorů.** Lze předpokládat, že zájem investorů bude vskutku markantní (vzhledem k dražším technologickým titulům). Z toho vyplývá, že průměrný valuační násobek **může během letoška vzrůst z 11,5 na 12,9. Zároveň se hodnotové tituly nacházejí v dobré pozici pro realizaci růstu zisků** (viz náš hlavní tip ropný sektor). Hodnotové akcie by tak měly vygenerovat růst profitů na úrovni **6,5 procenta. Z toho vyplývá, že by hodnotové tituly měly v průměru předvést kurzový vzestup o cca 19,5 procenta.**

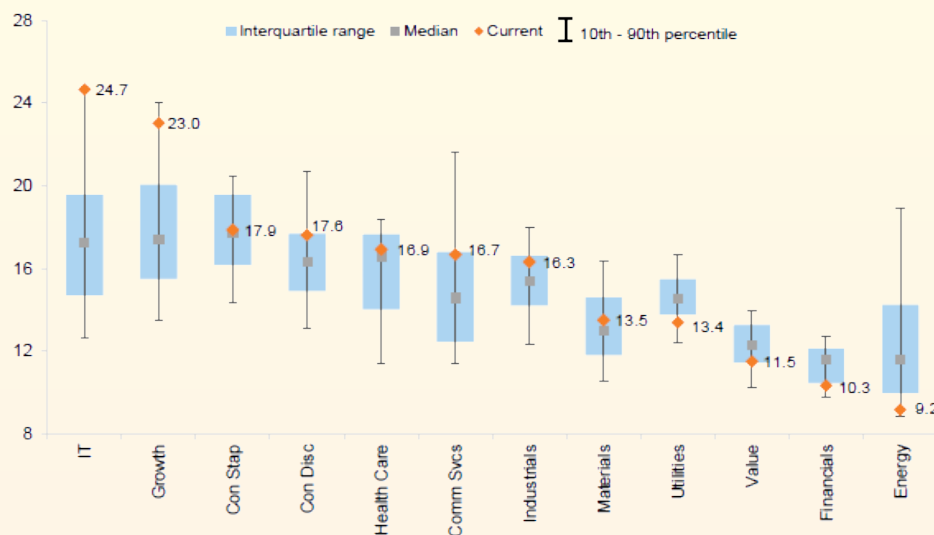
Předpokládáme, že v letošním roce budou investoři přísnější a budou bedlivě zkoumat, jak rychle lze potenciální benefity spojené s AI monetizovat. **Jelikož neočekáváme, že by se u většiny firem přínosy spojené s umělou inteligencí bezprostředně projevily na korporátních výsledcích, dočkáme se u řady technologických společností určitého vystřízlivění.** Neplánujeme technologický sektor zcela ignorovat, **preferujeme však takové tituly, které se nacházejí v „první linii“, a dokážou tedy rychle sklízet konkrétní benefity spojené s nástupem AI.** Ten by se měl promítnout do slušného (dvouciferného) tempa růstu profitů.

Pro nadvládu hodnotových titulů hovoří i sazby. Ty sice ve velkých ekonomikách během letoška poklesnou, stále však setrvávají na vyšších úrovních, než jakých jsme byli svědky v předchozí dekádě. Tato skutečnost postupně přeměňuje investorskou pozornost od růstových titulů směrem k hodnotovým. **Nicméně je zde potřeba zdůraznit, že věříme primárně společnostem se silnými bilancemi – tedy takovým, které udržují akceptovatelné množství dluhu.** Tyto společnosti mají typicky ukazatel dluh k vlastnímu kapitálu nižší než 0,5, dále například ukazatel úrokového krytí okolo 2–3, dostatečnou úroveň hotovosti k úhradě krátkodobých závazků a solidní návratnost vlastního kapitálu.

Nedoporučujeme tzv. „*deep value*“ akcie, které jsou extrémně levné, ale většinou z konkrétního důvodu. Často v jejich případě vidíme ukazatel P/B (cena k účetní hodnotě) výrazně pod hodnotou jedna nebo P/S (cena k tržbám) menší než jedna. Tyto společnosti nezdídko operují s přílišnou úrovní dluhu. **Na tento typ společností může úrokové prostředí teprve dolehnout,** jelikož zvládly ustát předchozí roky bez nutnosti refinancovat své závazky, avšak v následujících letech se již nevyhnou nutnosti jít si na trh pro nové peníze, což je může zabolet.

Valuace v jednotlivých sektorech: porovnání s historií

Exhibit 20: The technology sector remains much more expensive than its 20-year median valuation
12m fwd P/E, MSCI AC World; Data since 2003



Source: Factset, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Zdroj: Goldman Sachs

Regionálně stále favorizujeme Spojené státy, a to zejména s ohledem na strukturálně lepší tempo růstu zisků zdejších firem. Řada investičních bank již několik let po sobě upozorňuje, že Evropa je kvůli valuačnímu diskontu zajímavějším regionem. Aktuálně se evropské akcie obchodují v průměru se čtyřicetiprocentním diskontem na úrovni P/E oproti jejich americkým protějškům. **Dle našeho názoru však jde z převážné části o oprávněnou slevu, která reflektuje strukturální faktory** jako například nižší váhu technologických titulů, méně příznivé podnikatelské prostředí nebo víc fragmentovaný trh.

Roli však hrají i cyklické vlivy. **Evropská ekonomika se nyní jeví jako náchylnější vůči citelnému ochlazení.** Nižší ocenění firem na starém kontinentě tak do značné míry reflektuje slabší růst zisků, který vychází s větší pravděpodobností recese ve srovnání s USA. Nechceme evropský region zcela ignorovat, nicméně upřednostňujeme podstatně menší alokaci. **Jako ideální kandidáty vnímáme zejména sektor luxusu.** Ten je jednak imunní vůči hospodářskému cyklu, dále pak patří mezi obory, v nichž má Evropa dlouhodobou konkurenční výhodu.

Energetický sektor – sázka na „starou ekonomiku“ je stále lákavější

V loňském roce byl sektor energetiky jedním z nejhorších sektorů, jelikož na něj dolehl pokles cen ropy spojený se slabším růstem globální ekonomiky a horším globálním hospodářským výhledem. K tomu se přidal cyklus zvyšování úrokových sazeb, což ekonomickou bolest prohloubilo. Výsledkem toho byla roční výkonnost sektoru okolo nuly, čímž výrazně zaostal za širším trhem v USA (výkonnost S&P 500 v roce 2023 byla přibližně 26,3 procenta).

Výhled sektoru

Výkonnost sektoru v roce 2024 se bude tradičně odvíjet primárně od cen ropy, které tvoří podklad pro velikost tržeb většiny firem v sektoru. Sekundární a méně významnou komoditou v odvětví je zemní plyn. Aktuální cena jak ropy, tak plynu je poměrně nízká a má prostor k růstu. Na druhou stranu se odvětví nachází pod tlakem – hrozba recese a nadměrné nabídky tlačí ceny ropy prudce dolů. **Při dobré konstelaci a našem hlavním scénáři – žádná recese, oživení hospodářství, snížení úroků – bude energetický sektor při současném růstu poptávky po ropě v letošním roce představovat zajímavou investiční příležitost.** Atraktivitu zvyšují nízké valuační koeficienty v odvětví.

Nižší sazby by mohly vést k posílení ekonomické aktivity napříč rozvinutým i rozvíjejícím se světem, což pomůže i poptávce po ropě, která by letos měla dosáhnout rekordních 103 milionů barelů za den. Vyšší poptávka po ropě by pak mohla stimulovat ceny ropy, což se pozitivně odráží téměř okamžitě v hospodaření těžařů.

Nabídková strana u ropy bude v roce 2024 podobně jako v předchozích letech nepředvídatelná – klíčovou roli bude hrát opět OPEC a jeho limity na těžbu. Dále pak zvyšování produkce – zejména ve státech mimo OPEC, jako je například Brazílie, Guyana nebo Kanada. Produkce v USA nejspíše bude nadále stagnovat s ohledem na limitování kapitálových výdajů domácích těžařů a „stárnutí“ stávajících ropných polí, u kterých musí těžaři vynaložit vyšší výdaje jen pro zachování produkce.

Klíčové budou podobně jako v loňských letech geopolitické šoky – podobně jako tomu bylo u konfliktu Ruska a Ukrajiny a následně Izraele a Hamásu. V Jižní Americe si Venezuela vytváří nárok na gujanské území, ve kterém se shodou okolností nachází největší podmořské ropné zásoby. Dále pak stále existuje riziko rozšíření konfliktu na Středním východě, kde se nachází podstatná část celosvětové nabídky ropy. **Tyto geopolitické nejistoty tak představují potenciální katalyzátory pro růst cen ropy, což by se pozitivně projevilo na akcích firem v odvětví.**

Podhodnocený lokální těžař ropy v USA – Devon Energy

Uplynulý rok byl pro lokální těžaře v USA velmi náročný. **Na firmy těžící břidlicovou ropu tvrdě dolehly inflační tlaky a současně se výrazně snížily ceny ropy oproti roku 2022.** To mělo za následek citelný pokles ziskovosti firem a následně i hodnoty jejich akcií. Tyto vlivy by v letošním roce měly odeznít, což pozitivně ovlivní hospodaření.

Nejhůře zasaženou firmou a zároveň tipem z odvětví je Devon Energy. Hodnota akcií společnosti se vzhledem k politice vysokých dividend ve spojení se zmíněnými inflačními tlaky a propadem cen ropy loni snížila o 22 procent. **Kvůli tomu se aktuálně obchoduje na P/E 7,7, což je téměř poloviční valuační koeficient ve srovnání s desetiletým průměrem 15,8.** Současně je firma podhodnocena i v rámci lokálních těžařů, kde valuační průměr P/E činí 10,5. Aktuálně firma nabízí dividendový výnos ve výši 6,7 procenta s potenciálem do cílové ceny 21,3 procenta.

S ohledem na náročný loňský rok plánuje firma řadu opatření ke zlepšení provozní efektivity, čemuž zatím investoři příliš nevěří. Společnost byla inflačními tlaky zasažena nejvíc ze všech větších firem, proto na ní bude nejvíc patrný efekt ustoupení těchto tlaků. Zároveň lze očekávat, že podnik částečně odstoupí od své velmi štědré dividendové politiky na úkor zpětných odkupů akcií, což by mělo dále podpořit růst ceny akcie v letošním roce. Samotná hodnota těžených i netěžených ropných rezerv společnosti odpovídá ceně asi **76 USD na akcii** – **ta se tedy při aktuálním kurzu 41,3 USD obchoduje s přibližně osmdesátiprocentní slevou oproti hodnotě ropných rezerv společnosti**. Tato „sleva“ je částečně oprávněná – provozní neefektivita firmy byla v loňském roce významným negativním faktorem a současně platí, že energetický sektor je trhem v dlouhém horizontu hodnocen spíše negativně v očekávání přechodu na obnovitelné zdroje. **Na druhou stranu je tato „sleva“ tak vysoká, že v sobě zahrnuje všechny tyto negativní faktory a navíc i významný růstový potenciál pro akcii, což je i důvodem pro aktuální investiční doporučení.**

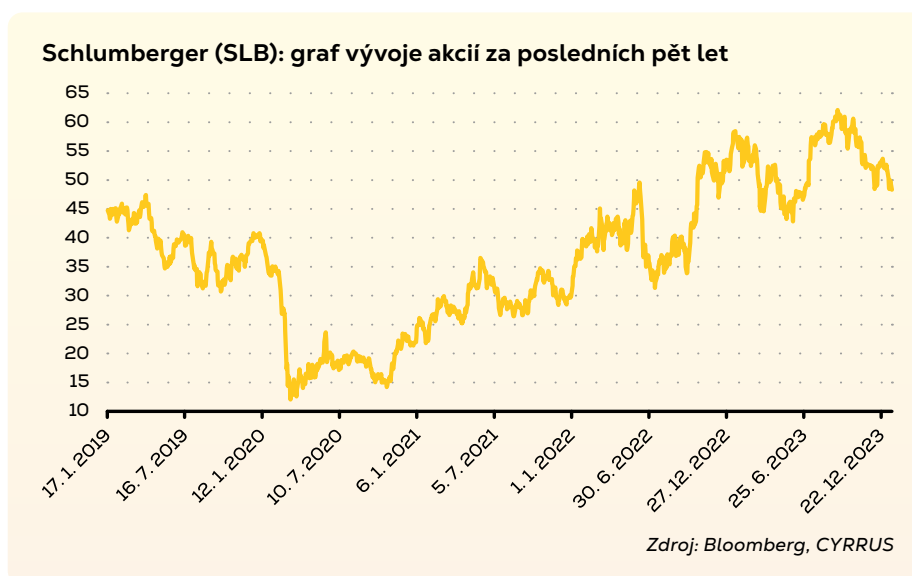


Průmyslová firma v energy sektoru – SLB

Do energetického sektoru patří i další odvětví – například vlastníci přenosové soustavy nebo firmy poskytující služby a vybavení nutné pro těžbu. Jejich reprezentantem je firma Schlumberger (v loňském roce přejmenovaná na SLB). Odvětví dodavatelů služeb a vybavení pro energetický sektor je poměrně specifické. **Ačkoliv stejně tak jako další odvětví ze sektoru reaguje na ceny ropy, jeho tržby, ziskovost a obecně fundamenty se odvíjejí primárně od výdajů firem z odvětví těžby.**

Když těžební firmy rozšiřují produkci, jejich kapitálové výdaje na expanzi a udržení vrtů se přímo pozitivně projeví na tržbách firmy SLB. Svým charakterem i oceněním se tak jedná spíše o průmyslovou firmu. **Kvůli turbulentním cenám ropy v posledních měsících a jejich problematickému výhledu prošly akcie SLB podobně jako zbylých energetických firem ke konci roku korekcí.** Díky tomu se aktuálně akcie obchoduje s potenciálem do cílové ceny přes 41 procent. Současně s tím se valuační násobek P/E nyní pohybuje na úrovni 17,2, což je ve srovnání s pětiletým průměrem ve výši 26 velmi nízká hodnota.

Akcie firmy jsou lákavé nejen oceněním, ale také díky pokračování růstového cyklu, který je tažen globálním navyšováním objemu těžby ropy. **Pro letošek se tak čeká růst tržeb o 13 procent a zvýšení zisků dokonce o 21 procent.** SLB se orientuje primárně na Střední východ, což je v současnosti jedna z nejlepších geografických expozic v rámci odvětví. **Souběh zajímavé valuace a úspěšného růstového příběhu dělá z SLB velmi lákavou sázku pro letošní rok.**



Sázka na jistotu – Exxon Mobile

Nejjistější investiční příležitost v sektoru nabízí integrovaný těžař a zároveň největší energetická firma v USA – Exxon Mobile. Firma Exxon Mobil má výhodu oproti lokálním těžařům v tom, že není pouze těžební firmou, ale vlastní také rafinerie, a obchoduje tak i s ropnými deriváty – naftou, benzinem, topným benzinem, leteckými palivy a podobně. **Díky tomu je její byznys víc diverzifikován a není tolik náchylný na krátkodobé propady cen ropy (platí to i opačně, když se nedaří rafinérskému odvětví, firmu dokáže podržet právě těžba).**

Zároveň je Exxon díky svému globálnímu přesahu jednou z největších globálních korporací a díky tomu má výraznou tržní a cenovou sílu. Firma těží a provozuje rafinerie prakticky na všech kontinentech a v západním světě nemá konkurenci (druhá největší firma v odvětví Chevron je výrazně menší). V současnosti Exxon Mobile ještě umocňuje svou pozici probíhající akvizicí velkého lokálního těžaře v USA – firmy Pioneer Natural Resources. Pro představu – jedná se o největší navrženou akvizici za poslední rok globálně, jejíž hodnota dosahuje necelých 70 mld. USD. Jde i o největší akvizici v rámci odvětví za poslední dekádu.

Právě díky zmíněné akvizici a velmi schopnému managementu, který odpovědně alokuje kapitál akcionářům, je Exxon Mobile v současnosti lákavou investicí se zajímavým potenciálem. Prostor do cílových cen přesahuje 25 procent. Zároveň se aktuální valuační násobek P/E nachází na velmi nízkých hodnotách v porovnání s historickým průměrem (aktuální P/E 9,6, desetiletý průměr P/E je 16,4).

Exxon Mobile: graf vývoje akcií za posledních pět let



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Odvětví lodní dopravy – riziková investice s vysokým potenciálem

Odvětví lodní dopravy je vzhledem k aktuálním geografickým nepokojům opět velmi zajímavou, byť rizikovou sázkou. V rámci sektoru jsou důležité oba světové kanály, stejně jako jejich aktuální problémy, které v posledních týdnech tlačí ceny lodní přepravy výrazně vzhůru – vývoj začíná připomínat dobu, kdy se sazby za námořní přepravu více než zdesetinásobily poté, co se v Suezu zasekla loď Ever Given.

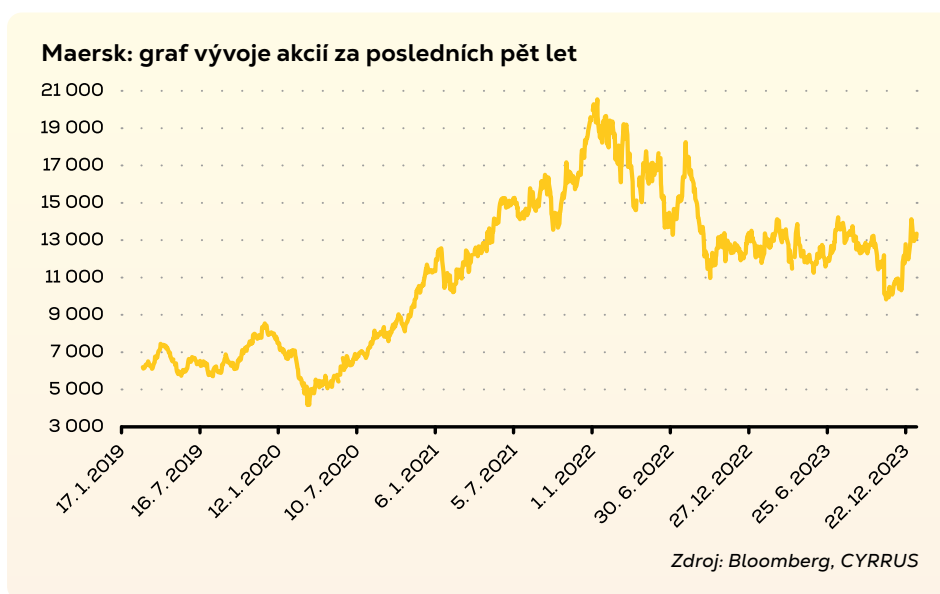
V Suezském kanálu většina námořních přepravců zakázala přepravu poté, co jemenští rebelové podporovaní Íránem začali přepadat lodě firem, které měly mít údajné vazby na Izrael. V praxi však rebelové útočili i na lodě, které neměly s Izraelem nic společného, a izraelská intervence do pásma Gazy je pro rebely spíše záminkou k útokům. **Loďařské společnosti tak aktuálně posílají své lodě okolo Jižní Afriky, což značně prodlužuje cestu a zdražuje ceny námořní přepravy.**

K tomu se přidává poměrně opomíjený faktor v druhém světovém průplavu v Panamě. Tam aktuálně kvůli výraznému suchu dochází k vysychání průplavu, což snižuje jeho přepravní kapacity, a lodě tak musejí volit jiné trasy (primárně volily Suez, který však již není možnou alternativou). **Zlepšení je v současnosti navázáno na environmentální faktory a pravděpodobně k němu nedojde ani v dalších měsících.**

Odvětví můžeme rozdělit na tři menší pododvětví – kontejnerové lodě, bulk goods lodě a ropné tankery. Nejsledovanější z těchto odvětví – kontejnerové lodě – zatím těžší z těchto faktorů nejvíce. Po loňském roce, kdy společnostem výrazně klesl zisk vlivem slabého růstu ekonomiky a ochlazení spotřebitelské poptávky, se tak zdá, že **aktuální situace by mohla část zisku ztraceného v roce 2023 firmám vrátit.**

Obecně je fundament kontejnerových přepravců založen na očekávání následujícího vývoje a **stále nabízí možnost značného zhodnocení v krátkém čase, nicméně za cenu výrazného rizika – pokud se situace uklidní v krátkém horizontu, bude to mít na akcie kontejnerových přepravců negativní dopad.** Méně rizikovými tipy z odvětví jsou dánský přepravce **Maersk** a německý **Hapag-Lloyd**. Rizikovějšími jsou menší kontejneroví přepravci **Matson**, případně izraelský **ZIM**.

V rámci pododvětví „*bulk goods*“ a ropných tankerů je potenciál také významný a riziko je dokonce nižší než u kontejnerových lodí. **Hodnota firem a přepravních sazeb se však odvíjí i od hodnoty komodit, což vývoj v těchto pododvětvích činí ještě méně předvídatelným, než je tomu u kontejnerových přepravců.** Zajímavým tipem pro pododvětví „*bulk goods*“, které převážně komodity, jako je železná ruda, obilí nebo uhlí, je firma **Genco Shipping**. Zajímavým tipem pro odvětví tankerů je firma **Scorpio Tankers**.



Luxus: nižší valuace a současný solidní růst tržeb do budoucna

Sektor luxusu se nachází od půlky loňského roku v sestupném trendu. Hlavním důvodem bylo určité ochlazení růstu tržeb. Dynamika růstu výnosů zpomalila z 20 procent v roce 2022 na nižší dvouciferné hodnoty. **Do budoucna se odhaduje roční tempo růstu tržeb v intervalu 6–11 procent.** Při naplnění optimističtějších scénářů se očekává, že se velikost sektoru do roku 2030 zdvojnásobí na 700 mld. USD.

Hlavní tezí zůstává, že luxus tradičně vykazuje větší míru odolnosti vůči hospodářským otřesům. Typičtí zákazníci většinou nejsou ovlivňováni výkyvy ekonomického cyklu a v případě zhoršení makroekonomického výhledu své výdaje za luxusní výrobky neosekávají. **Producenti luxusních výrobků prokázali, že jsou schopni bez problémů přenášet vyšší náklady na své zákazníky.**

Propady z druhé půlky roku souvisí s méně optimistickým výhledem, profit warningy některých menších společností (například Burberry) a nejistotou v Číně, kde se v posledních letech velká část nákupů exkluzivních výrobků realizovala. **Věříme, že negativní faktory jsou v cenách plně zohledněny.** Naopak investoři podceňují Japonsko, kde prodeje luxusního zboží začaly v poslední době expandovat překvapivě solidním tempem.

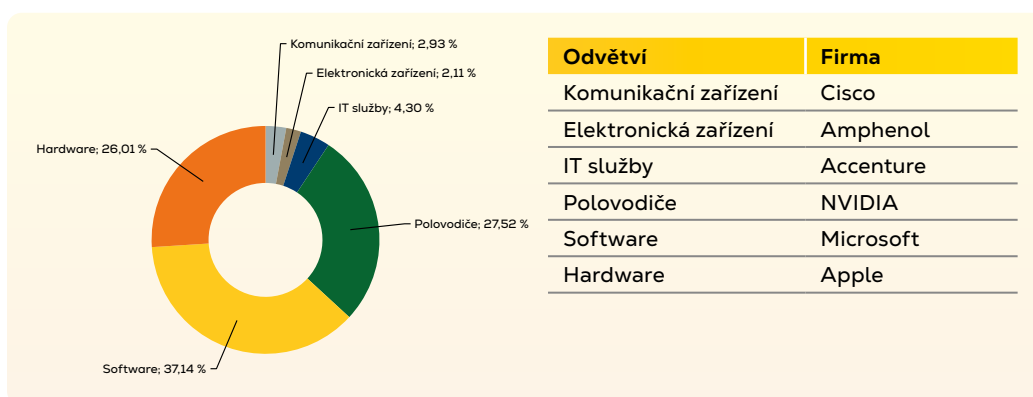
Jako atraktivní vnímáme akcie velkých konglomerátů – LVMH, Kering. Ty dokážou z dané situace lépe těžit. Případnými poklesy v sektoru bývají víc zasaženi zejména menší hráči. P/E **LVMH** okolo 20 se nachází významně pod dlouhodobějšími průměry. **Kering** se navíc oproti **LVMH** dlouhodobě obchoduje s valuačním diskontem (aktuální P/E pouze 12,4), což souvisí s horšími výsledky. Společnost však podnikla určité kroky, jak prodeje nastartovat. Jako další atraktivní sázku vnímáme automobilku **Ferrari**, která sestoupila z historických maxim. Prodeje firmy dlouhodobě překonávají analytické odhady a firma generuje EBITDA marži ve výši 38 procent, což svědčí o velmi dobré ziskovosti.

Rizika: geopolitická fragmentace

Tickery: MF FP, KER FP, RACE IM

Technologie: větší důraz na hodnotové tituly v sektoru

Technologický sektor tvoří necelou 1/3 (28,9 procenta) indexu S&P 500, což je víc jak součet druhého (finance 12,9 procenta) a třetího (zdravotnictví 12,5 procenta) nejvíc zastoupeného sektoru. Sektor technologií můžeme následně dělit do odvětví dle zaměření – zobrazeno v následujícím grafu, ke kterému přísluší tabulka největších společností z daného odvětví dle tržní kapitalizace.



Rok 2023 byl pro toto odvětví velmi pozitivní, což dokládá i vítězný titul indexu S&P 500 společnost NVIDIA, která si připsala přes 240 procent – **růst NVIDIA a také dalších titulů byl podpořen zejména boomem v oblasti umělé inteligence (AI).**

Rok 2024

Technologickému sektoru se v roce 2023 podařilo nejlépe vypořádat s globální ekonomickou nejistotou, plynoucí z možné recese a geopolitického napětí a zároveň vybuodoval značná očekávání ohledně potenciálu AI. **Zásadní otázkou pro nejen nadcházející rok je projev implementace a pokrok v digitální transformaci** v popótávce po produktech a službách firem (při dělení na dvě velké oblasti) jak z oblasti hardwaru, tak softwaru.

V krátkém horizontu bude zásadní naplnění značných očekávání trhu od firem, kterým AI nakopla výhled budoucího růstu tržeb – pro příklad se stačí podívat na NVIDIA, pro kterou se očekává víc jak zdvojnásobení tržeb pro rok 2024. **Sebemenší nenaplnění odhadů, nejenom ve výsledkových reportech, ale také i výhledech pro následující kvartály může vést ke korekci v rámci sektoru i širšího trhu.** Takový pokles by se však rovnal zajímavé příležitosti pro vstup do pozic.

Z našeho pohledu je proto spíše vhodné se dívat na technologický sektor s odstupem a tezí „ze zlaté horečky skvěle profitují prodejci map a krumpáčů“, tedy subjekty stojící v pozadí úspěchů jako výrobci **litografických zařízení** (stroje pro výrobu počítačových čipů), výrobci čipů pro automatizaci a průmysl nebo firmy zabývající se **čipovou architekturou**. Z pohledu softwarových společností je pro nás výzvou hledat potenciál u firem, **kteře implementací AI dokážou zefektivnit a tím i zatraktivnit svůj produkt například v grafických nebo data analytických službách.**

Rizika: přehnaná očekávání, regulace (zpomalení implementace), náhlá změna v makroprostředí

Ticker: ADBE; ASML; LRCX; TSMC; AMD; ARM; PANW

Na jaké investiční certifikáty vsadit během letoška?

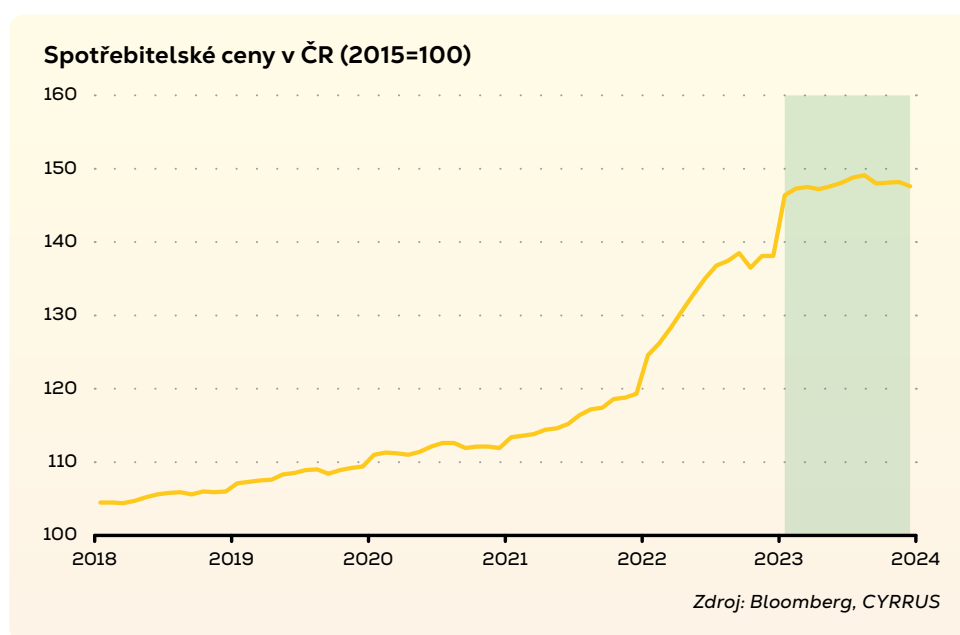
Naše únorová nabídka investičních certifikátů plně zapracovává analytický výhled. Očekáváme opětovný nárůst cen vládních dluhopisů (ve druhé půlce roku), a **tak našim klientům doporučujeme investovat do certifikátu, který při své splatnosti v září roku 2026 vyplatí dvojnásobek zhodnocení amerických dlouhodobých vládních bonďů.** Rok 2026 byl zvolen záměrně jako období, kdy by se měla již plně normalizovat měnová politika Fedu. Další produkt, který budeme v nadcházejících týdnech našim klientům nabízet, je kuponový certifikát. Ten je navázán na akcie čtyř společností vybraných dle jejich atraktivního výnosového potenciálu. Certifikát pojmenovaný 13,5 % Duo-Safe: Top Stocks 2/2024 bude v nabídce do konce února a jak už název napovídá, bude vyplácet 13,5 procenta ročně při splnění předem daných podmínek.

Produkty na další období budou vycházet z daných tržních podmínek, přičemž už nyní lze říct, že budou zaměřeny na růst podkladových aktiv. To je dáno našim očekáváním, že v letošním roce akciové indexy znovu posílí, a to zejména v USA. **Velmi významným faktorem ovlivňujícím vlastnosti námi doporučovaných produktů budou úrokové sazby, u nichž predikujeme postupný pokles vzhledem k ustupujícím inflačním tlakům.** V takovémto prostředí bude stále větší výzvou představovat certifikáty se stoprocentní a vyšší kapitálovou garancí. **I proto budeme doporučovat našim klientům co největší zaměření se na garantované produkty ještě na začátku tohoto roku, tedy v době, kdy jsou reálně sestavitelné.**

Zajímavost na závěr: proč se nebát inflace

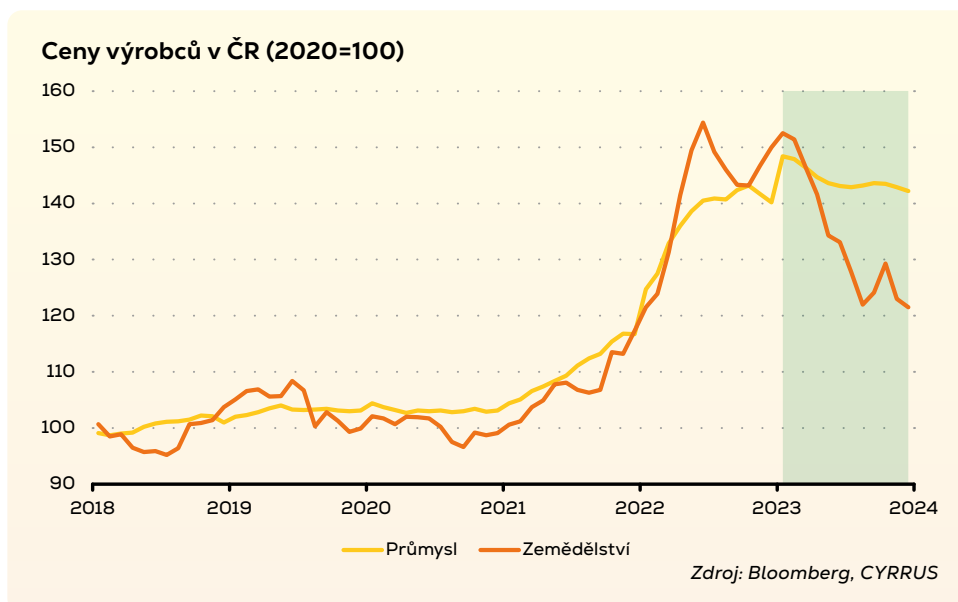
A když už jste náš výhled dočetli až sem, připravili jsme na závěr jednu zajímavost, která vás určitě potěší. Víte, proč se už nemusíme bát vysoké inflace, která nás poslední dva roky trápila? V následujících odstavcích se dozvíte důvody.

Inflace v Česku sice v prosinci dosáhla hodnoty 6,9 procenta meziročně, což se může jevit jako nadále nebezpečná hodnota, **jedná se ovšem o důsledek zkreslení statistickými efekty**. Jedním z nich byl vládní úsporný tarif z podzimu roku 2022, který tehdy zdánlivě snížil ceny energií, ačkoliv se jednalo spíše o dotaci, nikoliv o změnu samotné ceny. **Po očištění od tohoto efektu byla prosincová inflace ve skutečnosti již umírněnějších 4,2 procenta. Většina tohoto růstu cen se ovšem odehrála v lednu 2023**, což meziroční srovnání nadále zvyšuje, ačkoliv ceny již dále nerostou. To ilustruje graf níže, který ukazuje vývoj cenové hladiny v Česku.



Jak je z grafu patrné, ceny v Česku dramaticky stoupaly po celý rok 2022 a poté ještě došlo k jejich skoku směrem nahoru v lednu 2023. **Po zbytek roku 2023 (období zvýrazněné zelenou barvou) ovšem cenová hladina v Česku již prakticky vůbec nerostla**. Inflace v období leden 2023 až prosinec 2023 dosáhla pouze 0,8 procent, což je na tuzemské poměry hodnota spíše až nezvykle nízká. **Lze tedy konstatovat, že v roce 2023 již spotřebitelská inflace byla pod kontrolou.**

Nákladové tlaky, které z velké části nedávnou inflační explozi způsobily, navíc již dále nepokračují. Ceny průmyslových výrobců stoupaly až do ledna 2023, poté ovšem zmiřily dolů. V období leden 2023 až prosinec 2023 (v grafu níže zvýrazněné zeleně) ceny v průmyslu dokonce klesly o 4,2 procenta, což již představuje poměrně výraznou deflaci. Ještě silnější pohyb nastal u cen zemědělských výrobců. Ty narostly velice mohutně v letech 2021 a 2022 a na vysokých úrovních zahájily i rok 2023. **Poté ovšem zmiřily strmě dolů** a v období leden 2023 až prosinec 2023 došlo ke zlevnění o dramatických 20,3 procenta. Takto výrazné zlevňování ve výrobě se musí projevit i v cenách výsledné produkce.



Pokud jde o ostře sledovanou hodnotu inflace v lednu 2024, kdy proběhne tradiční novoroční přecenění, jsme opatrně optimističtí. Jak jsme popsali výše, inflační mánie v Česku již v roce 2023 nepokračovala a nákladové tlaky svižně opadávají. Výrazně utlumena navíc zůstává spotřeba domácností, což omezuje prostor pro další zvyšování cen. Potenciálním rizikem může být vládní konsolidační balíček, který způsobí růst plateb za energie u spotřebitelů i firem, ovšem jeho celkový proinflační efekt podle nás nedosáhne ani jednoho procentního bodu. **Celková inflace by se tak měla dostat k třem procentům a na astronomické hodnoty z uplynulých let se již nevrátí.**

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 nenesе odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami. Nic vám neskrýváme. Jsme CYRRUS.

Investujte. CYRRUS

www.cyrrus.cz