

2026

TRHY V POLOVINĚ ROKU

9:30A.M. Noon
HISTORICKÁ MAXIMA, AI A HORMUZ

Trh pod tlakem i na maximech: zisky, AI a sazby

Začátek roku 2026 přinesl několik silných témat, která by za běžných okolností sama o sobě stačila k výrazně opatrnějšímu tržnímu sentimentu. Prvním byla americká operace ve Venezuele, při které byl ze země odvezen prezident Nicolás Maduro. Událost výrazně posílila geopolitické téma v Latinské Americe a trh ji četl i přes prizma vyšší relevance obranného sektoru. Na tuto atmosféru navázal velmi silný zájem investorů o evropské zbrojařské firmy, včetně rekordního IPO tuzemského holdingu Czechoslovak Group na burze Euronext Amsterdam, kde firma podle Euronextu získala 3,8 mld. EUR při tržní kapitalizaci 25 mld. EUR.

Druhým, a ještě významnějším tématem zůstává konflikt na Blízkém východě mezi Izraelem, USA a Íránem. Ten se z čistě geopolitického rizika rychle přelil do makroekonomického tématu, protože narušil provoz v Hormuzském průlivu. Přes tuto oblast běžně prochází významná část globálního obchodu s ropou a LNG a výpadek se netýká pouze energetiky, ale také některých pro veřejnost méně viditelných, avšak strategických surovin – zejména helia a čpavku. Helium je důležité pro polovodiče, zdravotnictví a špičkové technologie, zatímco čpavek je klíčovým vstupem pro výrobu dusíkatých hnojiv. Dopady se proto neomezují jen na cenu ropy. Vyšší ceny energií a riziko narušení dodávek hnojiv, LNG, helia a dalších vstupů zvyšují obavy z nových inflačních tlaků. Tyto tlaky mohou komplikovat práci centrálním bankám, které se již dříve připravovaly spíše na postupné uvolňování měnové politiky.

Přesto jsou americké akciové trhy na historických maximech. Hlavní odpovědí na otázku proč je mimořádně silný růst ziskovosti velkých amerických firem, především v polovodičích, AI infrastruktuře, cloudu a digitální reklamě. Výsledková sezóna za první kvartál roku 2026 ukázala robustní meziroční růst tržeb a zisků.

Akciový trh: silné zisky, vyšší koncentrace

Na začátku roku byl průměrný odhad velkých investičních bank na cílovou hodnotu indexu S&P 500 pro konec roku 2026 na úrovni 7574 bodů. Tuto hranici trh dosáhl již na konci května. Za CYRRUS jsme se přikláněli k méně euforickému scénáři s cílovou hodnotou indexu na úrovni 7400 bodů. Tento odhad vycházel z předpokladu, že případný růst S&P 500 by měl být tažen především růstem zisků, konkrétně EPS okolo 320 USD a P/E multiplum přibližně 23×.

Výsledková sezóna za první kvartál roku 2026 tento předpoklad částečně potvrdila. Firmy v indexu S&P 500 vykázaly robustní meziroční růst tržeb přibližně o 12 % a růst zisků téměř o 28 %. Podle Bloombergu dosahoval meziroční růst zisků S&P 500 za Q1 2026 28 %, což představovalo nejvyšší růst zisků od Q4 2021 a zároveň šestý kvartál v řadě s dvouciferným meziročním růstem zisků.

		EPS				
		280	300	320	340	350
P/E	19	5 320	5 700	6 080	6 460	6 650
	20	5 600	6 000	6 400	6 800	7 000
	21	5 880	6 300	6 720	7 140	7 350
	22	6 160	6 600	7 040	7 480	7 700
	23	6 440	6 900	7 360	7 820	8 050
	24	6 720	7 200	7 680	8 160	8 400
	25	7 000	7 500	8 000	8 500	8 750

Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Aktuálně se index obchoduje na P/E poměru přibližně 25,7× a forward P/E okolo 22,2×. Dá se tedy říct, že růst ziskovosti byl do značné míry zohledněn v růstu tržní ceny a ocenění se proti začátku roku výrazně nezměnilo. Z ptáčích perspektivy tak trh stále působí relativně konzistentně: ceny rostou, ale rostou i zisky.



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Důležitý je však detail struktury zisků. Růst zisků S&P 500 byl velmi silný a výrazně překonal očekávání, jeho struktura je však méně plošná, než naznačuje samotné headline číslo. Hlavní část růstu pochází z několika megacap firem koncentrovaných především v technologiích, komunikačních službách a zbytné spotřebě. Při zjednodušené aproximaci přes váhy sektorů v indexu vychází, že necelých 85 % růstu zisků měly na svědomí pouze tři sektory:

Sektor	Růst zisků za 12 měsíců	Odhadovaný podíl na růstu
Informační technologie	54,3 %	cca 55 %
Komunikační služby	48,9 %	cca 15 %
Zbytná spotřeba	40,8 %	cca 13 %

Zdroj: FactSet, CYRRUS

Hlavní příběh byl navázán na technologie a AI. FactSet uvádí, že sektor informačních technologií reportoval nejvyšší růst zisků ze všech sektorů, přičemž NVIDIA a Micron byly největšími přispěvateli. Bez těchto dvou firem by růst zisků sektoru klesl z 54,3 % na 30,1 %. Podobný efekt je vidět v komunikačních službách. Hlavními tahouny byly Alphabet a Meta; bez těchto dvou firem by sektor místo růstu 48,9 % vykázal pokles -4,1 % a u sektoru zbytné spotřeby je situace podobná. FactSet upozorňuje, že hlavním přispěvatelem byl Amazon (60 % ziskovosti pochází z AWS cloudu); bez něj by růst sektoru klesl z 40,8 % na 16,6 %.

Analýza FactSet šla ještě více do detailu na úroveň jednotlivých firem. Dle jejich reportu vznikla část mimořádně silného EPS překvapení mimo čistě provozní činnost. Alphabet například zahrnul do své ziskovosti i čistý zisk 37,7 mld. USD související hlavně s nerealizovanými zisky z neveřejně obchodovaných majetkových cenných papírů. Meta Platforms vykázala daňový benefit 8,03 mld. USD. Amazon zahrnul do výsledku před zdaněním zisky 16,8 mld. USD související s investicí do Anthropic. GE Vernova měla ve výsledku před zdaněním 4,5 mld. USD M&A zisků. Ford reportoval jednorázový tarifní benefit 1,3 mld. USD. Z investičního pohledu to znamená, že růst EPS je velmi silný, ale headline číslo je nutné číst opatrně. Provozní trend je pozitivní, ale část růstu není plně opakovatelná.

Současný růst amerických akcií má tedy reálnou fundamentální oporu v ziscích firem, ale tato opora je výrazně koncentrovaná. Nejde o plošné zrychlení napříč celým trhem, nýbrž o růst tažený úzkou skupinou titulů a několika málo sektory. V praxi to znamená, že S&P 500 sice jako celek vykazuje velmi silná čísla, ale jejich kvalita je méně diverzifikovaná, než by se mohlo zdát z agregovaného růstu zisků.

Investičně z toho plyne dvojitý závěr. Na jednu stranu trh nestojí pouze na expanzi valuací, protože růst zisků je skutečně silný. Na druhou stranu ale roste závislost celého indexu na pokračování velmi pozitivního vývoje v AI, polovodičích, cloudu, digitální reklamě a několika megacap společnostech. Pokud tyto firmy dál dodají silný růst tržeb, marží a výhledu, může být vyšší ocenění trhu obhajitelné. Pokud by ale došlo k ochlazení očekávání v AI infrastruktuře nebo k horším výhledům u několika klíčových titulů, dopad na celý index může být neúměrně velký.

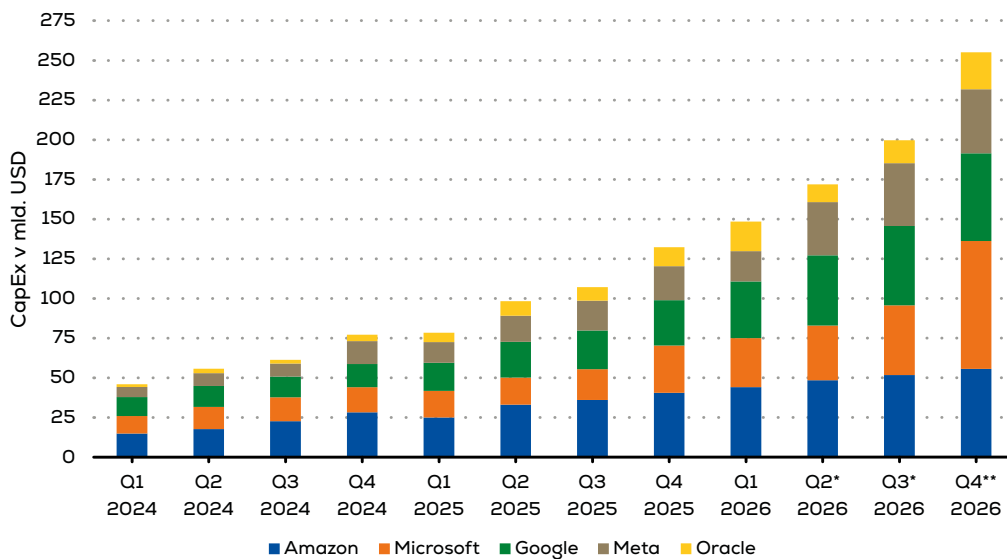
AI capex jako nový pilíř amerického trhu

AI infrastruktura zůstává jedním z hlavních důvodů, proč americký akciový trh i přes geopolitická a makroekonomická rizika drží vysoké úrovně. Nejde už pouze o příběh očekávání nebo o další kolo expanze valuací. Výsledky za poslední kvartály ukazují, že investice do AI se promítají do tržeb dodavatelů infrastruktury i do monetizace velkých cloudových platforem. NVIDIA vykázala v datových centrech tržby 75,2 mld. USD, Broadcom reportoval 10,8 mld. USD AI polovodičových tržeb, Microsoft uvedl AI byznys s ročním odhadem přes 37 mld. USD a AWS zrychlilo růst na 28 %. AI infrastruktura je tak současně investičním i ziskovým tématem, nikoli pouze vzdáleným příslibem.

Zároveň se ukazuje, že ziskový potenciál se rozšiřuje dál od samotných GPU. Vedle akceleratorů rostou také custom čipy, HBM paměti, advanced packaging, datacentrové sítě, napájení a chlazení. Micron upozorňuje na silnou poptávku po AI serverech a nedostatek DRAM i NAND kapacit, Samsung mluví o rekordních prodejích paměťového byznysu tažených AI poptávkou a TSMC potvrzuje, že AI/HPC aplikace podporují poptávku po nejpokročilejších výrobních procesech. Významnou roli hrají i dodavatelé síťové a fyzické infrastruktury, například Arista v AI networkingu a Vertiv v napájení a chlazení datových center.

Klíčové je, že hyperscale capex dále akceleruje. Alphabet v Q1 investoval 35,7 mld. USD, přičemž většina výdajů směřovala do technické infrastruktury pro AI, a zvýšila letošní výhled capexu na 180 až 190 mld. USD. Meta zvýšila výhled kapitálových výdajů na 125 až 145 mld. USD, mimo jiné kvůli vyšším cenám komponent a dodatečným nákladům na budoucí datacentrovou kapacitu. Microsoft v Q1 investoval 31,9 mld. USD a uvedl, že zhruba dvě třetiny capexu mířily do krátkodobých aktiv, zejména GPU a CPU. Amazon zároveň přiznal, že jeho volné cash flow výrazně zatížil meziroční nárůst nákupů majetku, který primárně odráží investice do umělé inteligence.

Vývoj CapEx Hyperscalerů



* Konsenzuální odhad bloomberg

Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

** Rozdíl celoročního odhadu managementu - předchozí 3 kvartály

Tento cyklus se proto liší od klasického technologického optimismu. Na jedné straně jde o mimořádně kapitálově náročnou fázi, která krátkodobě zvyšuje tlak na cash flow a investiční disciplínu. Na druhé straně se nejedná jen o utrácení bez viditelné monetizace. Cloudové platformy současně vykazují silný růst tržeb, vysokou poptávku po AI compute a postupně také přímé výnosy z AI služeb. To je důležité pro obhajitelnost valuací, protože trh dnes neoceňuje pouze vzdálený potenciál, ale i již viditelný růst tržeb a ziskovosti v několika částech hodnotového řetězce.

Největším limitem pro další růst přitom zatím není slabá poptávka, ale nabídka. Úzká místa se objevují u akceleratorů, HBM paměti, advanced packagingu, síťové infrastruktury, energetických přípojek i chlazení. TSMC uvedla, že AI poptávka zůstává mimořádně silná a že kvůli ní navyšuje investice do 3nm kapacit. IEA současně odhaduje, že globální spotřeba elektřiny datových center by se měla do roku 2030 více než zdvojnásobit na zhruba 945 TWh, přičemž AI je hlavním tahounem růstu. Energetika se tak stává integrální součástí AI investiční teze, nikoli pouze provozní položkou na pozadí.

Z pohledu akciového trhu je závěr dvojitý. AI infrastruktura poskytuje současnému růstu amerických akcií reálnou fundamentální oporu, protože se projevuje v tržbách, maržích i výhledech klíčových firem. Tato opora je ale zároveň velmi koncentrovaná. Největší dolarový přínos zůstává navázán na omezený počet hyperscalerů a dodavatelů v čele s NVIDIA, Broadcomem, TSMC, výrobcí HBM paměti a několika vybranými firmami v síťové a fyzické infrastruktuře datových center.

Investiční implikace je proto podobná jako u celého indexu S&P 500. Současný růst není čistě spekulativní, protože stojí na velmi silném růstu zisků a capexu v AI hodnotovém řetězci. Zároveň ale roste citlivost trhu na jakékoli zhoršení výhledu v AI infrastruktuře. Pokud by došlo k ochlazení monetizace, zpomalení hyperscale investic, prodloužení úzkých míst v HBM nebo packagingu, případně k omezením v energetice či exportních regulacích, dopad na valuační několika klíčových titulů – a tím i na celý index – může být neúměrně silný.

Hormuz, inflace a návrat vyšších sazeb

Válka na Blízkém východě má zásadní dopady na makroekonomickou situaci. Vzhledem k tomu, že je Hormuzský průliv klíčovou přepravní tepnou, významně propadly dodávky ropy i jiných komodit přes tuto úžinu. Přestože probíhají jednání mezi Spojenými státy a Íránem, definitivní dohoda, která by znamenala dlouhodobé příměří, zatím není na obzoru.

Důvod, proč jsou trhy poměrně odolné, je kromě pokračování AI příběhu i fakt, že západní země do konfliktu vstoupily s vysokými skladovými zásobami ropy. Jinými slovy investoři celou situaci vnímali tak, že na vyřešení konfliktu je dost času. To ale pomalu přestává platit.

Pokud spor a současná neprůjezdnost Hormuzu potrvají do konce června, tak se zásoby ropy dostanou na úroveň, které mohou vyvolat určitý provozní stres. V takovém případě se můžeme dočkat situace, kdy ceny citelně vzrostou. Přitom jak tomu v podobných případech bývá, trh přesně neví, kde je hranice pro to, aby ceny ropy začaly prudce růst. Často stačí, aby vyšla špatná čísla – jako například překvapivě velký pokles zásob a cena ropy může prudce vzrůst. Cena ropy v takovém případě může klidně překonat úroveň 150 dolarů za barel. Před tímto scénářem již začínají varovat představitelé některých energetických společností.

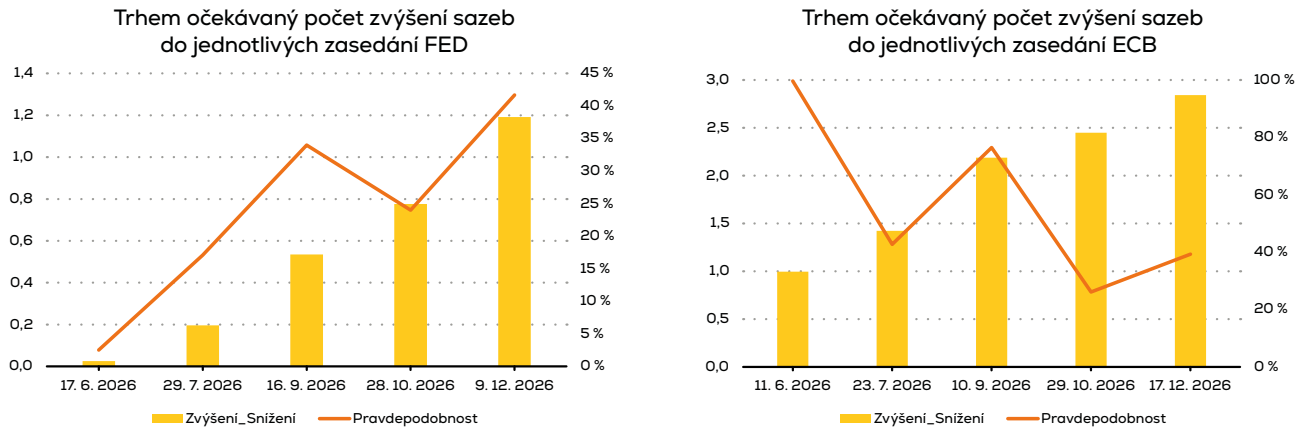
Pokud by zůstal Hormuz v omezeném režimu do září, hrozí, že by mohly skladové zásoby ropy poklesnout pod úroveň, která je nezbytná k samotnému fungování infrastruktury. V tomto případě by tedy šlo o vsutku vážný problém. V tomto případě by nicméně ceny prudce vzrostly již v předstihu. Tento kurzový vzestup by donutil Spojené státy jednat. To znamená, že není pravděpodobné, že by situace vyeskalovala až do této fáze. Nicméně další růst cen ropy, který může vyvolat korekci na trzích, nelze vyloučit.

Konflikt má už nyní makroekonomické dopady. Vidíme, že v USA zrychluje inflace. Celková inflace v USA v dubnu vystřelila na 3,8 %. Dochází však i ke zdražování na úrovni jádrových cenových okruhů. Rostou například ceny přepravy (kvůli palivům). Volně přeloženo, centrální banky si nemohou situaci dovolit ignorovat.

Před zahájením americko-izraelského útoku na Írán na konci února trh sázel na to, že se Fed vydá se sazbami dolů až třikrát. Nicméně současné tempo růstu cen a riziko jeho dalšího zrychlení znamená, že si američtí bankéři nemohou dovolit úroky snížit. Po reportu dat z trhu práce za květen investoři počítají s tím, že americká centrální banka letos úroky jednou zvýší o čtvrt procentního bodu.

Ani nástup Kevina Warshe do čela centrální banky neznamena příklon k více uvolněné měnové politice. Warsh je sice zastáncem teze, že pokud je ekonomický růst tažený produktivitou, nemusí přispívat k přehřívání trhu práce, a tudíž nemusí nutně mít inflační dopady. Na druhou stranu Warsh nechce vyslat signály, že by jednal na Trumpovu objednávku a v tuto chvíli je proto krajně nepravděpodobné, že by úroky snižoval, pokud to makrosituace neumožňuje.

Trh aktuálně implikuje do konce roku přibližně jedno zvýšení sazeb Fedu a výrazně agresivnější trajektorii u ECB. S ohledem na vývoj cen v eurozóně je pravděpodobné, že ECB zvýší sazby již tento měsíc. U Fedu je pravděpodobnost zvýšení rozložena především do závěru roku, zatímco u ECB je první krok téměř plně zaceněn.



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Rozhodování ECB bude ovlivňovat i prostor pro politiku ČNB. Pokud ECB podle tržního očekávání zvýší depozitní sazbu na 2,25 % a další zvýšení přijde v září, tlak na vyšší sazby se může přenést i do regionu střední Evropy. ČNB tak bude mít menší prostor držet sazby stabilní, zejména pokud by současně silily inflační tlaky. Celkově vzato širší makrosituace dále závisí na délce omezení Hormuzu. Určitá škoda je ale napáchána již nyní.

Předpoklady pro úvahy o trhu do konce roku 2026

- Současný růst amerického akciového trhu má reálnou fundamentální oporu.
- To vysvětluje, proč se trh dokázal udržet na vysokých úrovních i přes geopolitická rizika, tlak na inflaci a posun v očekávání úrokových sazeb.
- Zároveň však platí, že kvalita růstu je méně plošná, než naznačují agregovaná čísla.
- Významná část ziskového růstu je koncentrována do několika sektorů a úzké skupiny megacap společností navázaných na AI, cloud, polovodiče a digitální reklamu.
- Zvýšená koncentrace zisků zároveň znamená vyšší citlivost celého trhu na výsledky a výhled několika málo firem.
- Makroekonomické prostředí současně přestává být pro akcie jednoznačně podpůrné.
- Riziko vyšších cen energií, narušení přepravních tras a opětovného zrychlení inflace komplikuje centrálním bankám prostor pro uvolňování měnové politiky.
- Investičně proto dává smysl zachovat expozici vůči kvalitním růstovým společnostem a hlavním příjemcům AI investičního cyklu, ale nepodceňovat riziko koncentrace.
- Hlavním rizikem pro druhou polovinu roku zůstává kombinace vysokého ocenění, koncentrovaného ziskového růstu, možné obnovy inflačních tlaků a menšího prostoru centrálních bank k rychlému snižování sazeb.
- Atraktivnější než plošné navyšování expozice vůči celému indexu může být selektivní přístup zaměřený na firmy s reálným růstem tržeb, vysokou ziskovostí, silným cash flow a schopností obhájit investice do AI konkrétní monetizací.
- Pro vyvážené portfolio je vhodné kombinovat růstovou expozici s defenzivnějšími prvky.

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.

