

Investiční výhled

AI upevňuje dominanci

3. července 2026

Výhled na 2H 2026

Ekonomika, měny, sazby

Investice, akcie, dluhopisy

Zhodnocení 1H 2026

- ♦ **Hlavní inflační rizika ustoupila, další zůstávají. Růst cen zůstane zvýšený, výhled pro inflaci se zhoršil**
- ♦ **Náprava rozpočtů je v nedohlednu, což je pro ekonomiku i trhy stále preferovaná varianta**
- ♦ **Midterm volby nakonec mohou trhy potěšit, rizikem je ale modrý Senát**
- ♦ **Trh bude muset vstřebat rostoucí poptávku po kapitálu**
- ♦ **Výhled pro měnovou politiku se zhoršil, ale na výrazné utahování to nevypadá**
- ♦ **Zatímco ekonomika USA má šanci růst přes 2 procenta, eurozóna bude pomalejší**
- ♦ **Vyhlídky pro S&P 500 se zlepšily díky fundamentu, vidíme prostor pro růst na 7700 bodů**
- ♦ **Pozice dolaru se zlepšila díky bezpečnostním rizikům, očekáváním o Fedu i investicím mířícím do USA**
- ♦ **Výhled pro sazby ČNB je stabilní s možností mírného nárůstu, koruna si k euru může připsat další skromné zisky**
- ♦ **Zůstáváme u teze, že cyklus AI ještě nekončí, úzkými hrdly výstavby datacenter jsou paměti či advanced packaging**
- ♦ **Rizikem pro AI jména jsou vyšší výnosy kvůli inflaci i poptávce po kapitálu**
- ♦ **Návratnost gigantických investic je ve hvězdách. Než přijdou odpovědi, na vlně AI zůstáváme**
- ♦ **Za pozornost stojí zbitý software, který může mít diversifikační funkci**

Tomáš Vlk
Head of Research
vlk@patria.cz

Branislav Soták
Senior Equity Analyst
sotak@patria.cz

Jakub Blaha
Equity Analyst
blaha@patria.cz

Inflace ani na cíli ani ve spirále

**Hlavní inflační rizika
ustoupila, další zůstávají
a růst cen zůstane
zvýšený**

Na úvod asi není třeba avizovat, že na našem stěžejním tématu pro letošní rok, kterým je umělá inteligence, se nic nemění. Naopak, poutá ještě větší pozornost než dříve, jeho záběr se zvětšuje a roste také provázanost s dalšími oblastmi. Začneme ale „tím ostatním“, tedy prostředím, ve kterém se jako investoři budeme v druhém pololetí pohybovat.

Jednou z důležitých otázek, kterou si po Trumpově íránském dobrodružství musíme klást, je, nakolik se zhoršily vyhlídky pro inflaci, měnovou politiku či rozpočty. Od toho se odvíjí, zda makro může být podstatnou překážkou pro trh jinak úzce zaměřený na technologie.

V tuto chvíli asi můžeme napsat už s velkou dávkou jistoty, že ropa je na sestupné dráze. Sice zatím není zpět na 60 dolarech, ale meta 70 by měla být dosažitelná jakožto nová úroveň, kde se trh v příštích kvartálech usadí. Směrem dolů bude cenu táhnout stlačená poptávka, nárůst těžby mimo Perský záliv a oslabení OPECu. Opačným směrem pak bude působit doplňování zásob značně vyčerpaných během íránské války a mírně také případné mýtné/výpalné za průplav tankerů skrz Hormuzský průliv.

Drahé energie v čele s ropou mezitím stihly vytáhnout inflaci v západních ekonomikách. Sice tu jsou náznaky, že inflace skrze sekundární efekty prorůstá dál do ekonomiky, ale podle dostupných dat nejde o vážný problém. Pokud energie rychle zlevní, část šoku ještě bude v inflaci doznívat déle, ale k nastartování spirály inflačních očekávání z této strany podle nás nedojde.

Potraviny, respektive zemědělská produkce, jsou dalším potenciálním nákladovým faktorem. Momentálně sice potraviny působí deflačně, ale nedostatek hnojiv v klíčovém jarním měsících v kombinaci s fenoménem El Niño se hrozí projevit v nižší produkci během roku. Na druhou stranu, podle aktuálních odhadů by dopad na cenu nemusel být velký.

Jsou tu ale i jiné proinflační faktory. V případě Spojených států třeba silná domácí poptávka. Útraty bohatých domácností bude stimulovat nová rally na akcích, která zvedla jejich bohatství, u firem je to nastartování investiční aktivity.

Stále znatelnější vliv na inflaci čekáme právě od investičního supercyklu umělé inteligence. Masivní výstavba datacenter strmě zvedá ceny pamětí, čipů či dalších komponentů, které jsou součástí spotřební elektroniky, ale tvoří i běžné výrobní prostředky firem. Stoupá tím tlak na ceny, respektive náklady. Navíc je tu i samotný nákup nástrojů umělé inteligence, který může zatížit rozpočet, když firma zprvu nemá vybudovaný systém, jak v této oblasti hlídat náklady, a zatím si nemůže dovolit snížit počty zaměstnanců.

Dlouhodobý efekt AI by měl být dezinflační díky zvýšení produktivity, ovšem jak to bývá, i v tomto případě čekáme vývoj podle J-křivky, tedy než se benefity vyšší produktivity stihnou projevit, přechodně převládnu vyšší náklady a proinflační vlivy. S tím je podle nás třeba v nejbližší době počítat a evidence by měla přijít už během letošního roku.

Inflace by měla ustupovat na dosah 3 procent, což není nebezpečná úroveň. Zároveň je to ale úroveň, se kterou nebudou úplně komfortní centrální banky, přičemž jakýkoli šok směrem nahoru vyvolá jejich citlivější reakci, k nevoli finančních trhů.

Fiskální podpora pokračuje

Náprava rozpočtů je v nedohlednu, což je pro ekonomiku i trhy stále preferovaná varianta

Fiskální politika je důležitým zdrojem růstu, ale i rizikovým faktorem. Spojené státy míří k dalšímu vysokému deficitu veřejných financí, který by měl činit kolem 6,5 % HDP. Nárůst výdajů je podporou pro růst HDP, ale rovněž ho lze označit za jeden z faktorů bránících návratu inflace k cíli. A vláda financující své výdaje výrazně deficitně je pak i zásadním hráčem poptávajícím kapitál na veřejném trhu.

Dobrou zprávou je to, že se v prvním pololetí neprojevil podstatný stres z nadměrného utrácení a zadlužování. Trh nadále vládní dluhopisy vstřebává bez problému a americké vládě nedal vážnější varování v podobě vyšší volatility při aukcích či setrvalého nárůstu požadovaných výnosů. V tomto smyslu se stále domníváme, že hráči na finančních trzích krátkodobě radši uvidí udržování velkých výdajů než snahu o restrikcí a nápravu rozpočtů. A přesně tam i vláda míří – v nejbližším období je daleko pravděpodobnější, že se díra v rozpočtu ještě prohloubí, než že by se vláda snažila o nějakou konsolidaci financí. Tím pádem nevidíme ani vážné riziko, že by vláda ekonomiku brzdila.

Na druhou stranu se prohlubuje dlouhodobý problém s vysokým a rostoucím zadlužením, který kromě inflace drží výš i výnosy dluhopisů.

V Evropě je stimulačním faktorem jednoznačně Německo a jeho plán na podporu armády a infrastruktury. Ostatní země se spíše snaží o fiskální stabilizaci, neboť o konsolidovaných rozpočtech obecně mluvit nemůžeme. Dohromady je krátkodobě plus, že neprobíhá nucená fiskální restrikce, která by stahovala dolů ekonomiky a spolu s nimi firemní čísla a sentiment.

Volby vrátí na scénu politická rizika

Midterm volby nakonec mohou trhy potěšit, rizikem je modrý Senát

V souvislosti s veřejnými financemi je dobré odbočit k důležité události druhého pololetí, kterou jsou americké midterm volby. Volit se bude celá Sněmovna reprezentantů a více jak třetina Senátu. Nyní obě komory ovládá republikánská strana, jejíž předvolební pozici ale výrazně zhoršuje nepopulární politika prezidenta Trumpa

a jeho klesající hodnocení. Zdálo by se, že když Trump svými kroky a aférami (cla, Írán, inflace, deportace, Epstein files, taneční sál...) potápí republikány, bude pro demokratickou stranu snadné ovládnout veřejný prostor. Zatím to ale vypadá, že demokrati ze situace těžší poměrně málo, když nejsou schopni nabídnout silné lídry a jasnou alternativu k Trumpově vládě.

I přesto předvolební průzkumy věstí relativně přesvědčivé vítězství demokratů ve Sněmovně. Tím pádem by byl Kongres rozdělený a mohl účinně blokovat některé prvky Trumpovy politiky. Podle nás jde o preferovanou variantu z pohledu trhů, které si sice zvykly na pravidelný přísun politických šoků, ale radši by je přece jen neřešily.

Za podstatnější rizikový faktor považujeme souboj o Senát. Tam to bude podle všeho těsné. Demokrati mají podle průzkumů šanci získat zhruba 3 křesla navíc, která by však jen vyrovnala síly v Senátu (respektive ani to ne, protože by rozhodoval hlas viceprezidenta). Důvodem je to, že republikáni tentokrát budou z velké většiny obhajovat křesla v okrscích, kde mají pevnou pozici. Čtyři měsíce před volbami tedy zdaleka není jasné, kdo Senát nakonec ovládne.

Pokud by Kongres celý zmodral, pravděpodobně by se demokrati pokusili znovu o impeachment, tedy odvolání prezidenta, a tentokrát s velkou šancí na úspěch. Úřadu by se ujal současný viceprezident Vance a demokraty ovládaný Kongres by mu schvaloval nového viceprezidenta. Vance by pravděpodobně byl podstatně slabším prezidentem než Trump, s menším sklonem k extrémní a agresivní politice. Navíc bez republikánského Kongresu za zády by měl výrazně svázanější ruce. To by byl pro finanční trh sám o sobě příznivý výsledek. Problém se ale skrývá jinde.

Trumpova administrativa už dlouho před volbami činí kroky v zájmu příznivého výsledku voleb (překreslování volebních okrsků mimo běžný termín, snaha o pročišťování voličských seznamů na federální úrovni, oslabení nezávislého dohledu nad volbami). Pokud by se průzkumy během následujících pár měsíců vyvíjely pro republikány nepříznivě, Donald Trump by podle nás ještě podstatně přitlačil na pilu, neboť by bojoval za budoucnost vlastního/rodinného politického byznysu. Dokážeme si představit zásahy do voleb, soudní spory, neuznání výsledku atp., zkrátka cokoli, co by volby zpochybnilo. V takovém případě by hrozila politická krize s důsledky například v podobě nárůstu rizikových premií na dluhopisech či oslabení dolaru.

Ale abychom nezůstali jen u voleb, Trumpova politika zůstává rizikem i v dalších oblastech. Velmi pravděpodobné je obnovení soudem zrušených cel podle jiného zákona, a to hned v červenci. Trhy cla přestaly tolik řešit, poté co se neprojevil markantní efekt na inflaci či růst, celní bariéry byly obcházeny a celý problém nakonec bezpečně překryla euforie z AI. Nic to však nemění na potenciálu cel zvedat ceny a tlumit zahraniční obchod, což

přechodně může zvednout tržní nervozitu. Další nápady stylu připojení Grónska či Kuby, případně obchodní výpady vůči Číně, EU atp., by nejspíš měly jen velmi přechodný dopad. Aby sentiment dostal zásah, muselo by jít o nějaký nový překvapivý krok. Trump na jednu stranu nemůže slevit ze snahy určovat a pravidelně měnit mediální témata, na stranu druhou však s blížícími se volbami a po trudné zkušenosti s Íránem možná upustí od dalších velkých dobrodružství.

Kapitál pro všechny!

Trh bude muset vstřebat rostoucí poptávku po kapitálu

Téma, které s politikou souvisí poměrně úzce, je poptávka po kapitálu. Hlavní vlády napříč západním světem zůstávají u silně deficitního financování, na čemž se ani přes občasnou snahu nedaří nic měnit. Narovnávání rozpočtů je politicky nepopulární, respektive většinou naprosto neprůchodné. V případě Spojených států je narovnávání rozpočtů před volbami vyloučené, naopak kvůli válce, dřívějšímu zrušení cel a novému rozpočtovému plánu je pravděpodobný nárůst deficitů, a tedy i potřeby financování.

V Evropě letos zdrazila financování válka v Íránu. Výnosy dluhopisů vytáhly vzhůru vysoké ceny energií, respektive inflační prémie spolu s očekáváním utaženější měnové politiky. V zámoří tomu tak ale není a nárůst výnosů byl z větší části reálný (tedy nikoli inflační). Právě bilanci poptávky po kapitálu a jeho nabídky vidíme jako hlavní příčinu toho, proč jeho cena zůstává zvýšená. A v důsledku také toho, že zvýšená nejspíš i zůstane, přestože inflační prémie se kolem pololetí citelně vyfukují.

Rizika zmiňovaná v našem prosincovém výhledu na letošní rok se zatím nezhmotnila v tom smyslu, že by došlo k nebezpečnému nárůstu výnosů na dluhopisech. To je pro trhy plus. Na druhou stranu výnosy od prosince narostly v USA, Německu, Francii či Británii, základní teze zůstávají v platnosti a celé téma navíc obohatila nová fakta.

Jako problém nadále vidíme neudržitelnou americkou fiskální politiku bez snahy či výhledu na nápravu. Německo pokračuje v aplikaci expanzivního fiskálního plánu. Británie stojí před obměnou vlády, a tedy i dalším soubojem o rozpočet, během kterého bude čelit tržním limitům. Francie je momentálně mimo hlavní pozornost, ale rozpočtové problémy časem vyplavou znovu. A přidat lze Japonsko a jeho rozpočtové kompenzace vysokých cen.

Nově dostáváme obrysy rostoucích požadavků na financování ze soukromého sektoru, které souvisejí s potřebou masivních investic do AI. Pro dluhový i akciový kapitál si chodí čím dál víc firem zainteresovaných do výstavby datových center, navíc po gigantickém IPO SpaceX nás na podzim čekají další obrovské úpisy – Anthropic a OpenAI. Celkový objem IPO přes 260 mld. USD (odhad JPM) bude soupeřit s dosud rekordním rokem 2021.

Ve výsledku tak stále před sebou vidíme sílící poptávku po kapitálu, zatímco z druhé strany budou peněžní nabídka svou politikou více či méně držet na uzdě centrální banky.

Obrat v cyklu politiky ECB a Fedu

Výhled pro měnovou politiku se zhoršil, ale na výrazné utahování to nevypadá

Evropská centrální banka dosedla se svými sazbami na dno v červnu loňského roku a po roční přestávce sáhla po zvýšení v rámci zásahu proti promítání cen energií hlouběji do inflace. Do konce letošního roku může přijít ještě jedno zvýšení, ale podle nás je tento krok poměrně nejistý, respektive může dojít k jeho odkládání. Důvodem je to, že aktuální vývoj cen energií je příznivý (dolů) a domácí poptávka nevypadá jako vážný proinflační problém. Následovat by měla delší přestávka.

Americký Fed nesnížil v minulém cyklu sazby tak nízko jako ECB, což mu dává čas navíc v rámci reakce na nová inflační rizika. U Fedu vidíme větší jistotu, že do konce roku sazby jednou zvedne, ale neměl by to být začátek pravidelného utahování politiky. Očekávání nyní míří spíše k jednorázové úpravě sazeb, což je z pohledu finančních trhů ta lepší varianta.

Na druhou stranu, změna směru americké měnové politiky na trzích dosud našla poměrně malou odezvu na to, o jak významný fenomén se většinou jedná. Změna v očekáváních probíhala během AI rally, což reakci tlumilo. V případě, že se téma umělé inteligence na čas unaví, však Fed může být pro trhy brzdou.

Za pozornost určitě stojí personální změny ve vedení americké centrální banky. Z uvažovaných kandidátů nakonec prezident Trump vybral Kevina Warsha, který vystřídal v měnovém výboru největší holubici Stephena Mirana. Tento překvapivý krok ve skutečnosti posouvá rozložení sil ve výboru směrem k jestřábům. Komunikace Fedu se nejspíš změní, výhled bude zamlženější, ale nečekáme, že by Warsh realizoval Trumpův cíl výrazně srazit úrokové sazby. Ve svém prvním vystoupení ve funkci se naopak plně přihlásil k udržení cenové stability. Možná se kvůli tomu dostane s prezidentem do střetu, ale pro trhy je klíčové, že nedochází k rozkladu dosavadní politiky Fedu. Riziko zvrátů omezuje i to, že Jerome Powell nadále zůstává jedním z guvernérů.

Podle nás by byla chyba zapomínat na vývoj v Japonsku. Trh je momentálně nastaven na to, že Bank of Japan do konce roku dál zvedne úrokové sazby. V tomto případě to podle nás vypadá spíše na urychlení tohoto kroku v zájmu obrany domácí měny proti oslabování. Intervence mají velmi omezený dopad a Japonsko se jimi dostává do střetu s americkou vládou, neboť jde dominantně o prodeje amerických státních dluhopisů. Poroste tedy tlak na utahování měnové politiky. V tomto případě by měly růst výnosy hlavně na kratším konci křivky, americké dluhopisy může poškozovat stahování japonského kapitálu domů, ale efekt není tak přímý jako v případě prodeje japonských rezerv.

Hlavní makro teze a rizika

Ekonomika USA

Západní ekonomiky drží směr vzhůru. Spojené státy mají stále dobrou šanci udržet růst HDP nad 2 procenty, ačkoli jeho struktura se mění. Silnou podporou jsou investice do AI, ekonomice pomáhají vládní výdaje a vysoké ceny akcií udržují spotřebu bohatších domácností. U těch méně majetných předpokládáme slabší výdaje kvůli vyšší inflaci, a to i přes stále slušnou kondici trhu práce. Vzhledem k tomu, že AI má přímou vazbu na investice a skrze akcie i na spotřebu, dá se bez nadsázky říci, že na tomto tématu momentálně visí i osud americké ekonomiky.

Ekonomika eurozóny

Vyhlídky eurozóny na růst kolem jednoho procenta se postupně rozplývají s energetickým šokem a včasnou reakcí ECB. Aktuální odhady růstu HDP jsou spíše kolem 0,5 pct. Vládní podpora je hlavně německou záležitostí, ovšem německý soukromý sektor dál vnímáme jako brzdu.

Inflace

Inflační výhled se kvůli Íránu zhoršil. Inflace v eurozóně by za letošek měla dosahovat 3 procent, v USA dokonce 3,5 procenta.

Měnová politika

Měnová politika Fedu a ECB míří k utažení, které však nebude výrazné, respektive nemusí ani letos přijít. Během letoška Fed nejspíš zvedne sazby o 25 bps. Od ECB se čeká stejný krok, ale podle nás ho může banka odložit. V obou případech by měla následovat delší přestávka.

Dluhopisové výnosy

Výnosy dluhopisů momentálně klesají, ale prostor pro další snížení je podle nás malý. V půlročním výhledu čekáme v USA stabilizaci či spíše posun na mírně vyšší hodnoty. To by však pro celkový sentiment neměl být vážný problém.

Poptávka po kapitálu

Rizikem každopádně zůstává případná nerovnováha mezi poptávkou a nabídkou kapitálu. Projevit se může při politických problémech ohrožujících rozpočet či dalších velkých úpisech dluhu/akcií.

Samostatnou kapitolou jsou plánovaná IPO, v nichž se mísí testování nabídky kapitálu s budoucností AI příběhu. Vstup OpenAI a Anthropic na akciových trzích znamená rozšíření investičního tématu umělé inteligence o její klíčové poskytovatele. Po současném zaměření na hardware tak trh bude muset ohodnotit budoucnost byznys modelu samotné AI. Zejména IPO OpenAI v tomto smyslu vnímáme jako podstatné riziko. Pokud by došlo k odložení IPO, rizikové události by se odsunuly, ale narostly by nároky na dosavadní „sponzory“ obou firem a trh by byl ochuzen o přísun čerstvého kapitálu.

Volby v USA

Výsledek amerických midterm voleb bude pro trhy příznivý, pokud demokrati ovládnou pouze Sněmovnu, což je nyní náš základní scénář. V případě jejich vítězství i v Senátu předpokládáme na

tržích nervozitu a zvedání rizikových premií kvůli možnému zpochybňování výsledků, impeachmentu, rozpočtové nejistotě atp.

Írán

Riziko spojené s Íránem podstatně pokleslo. Sice není podepsaná finální dohoda, ale USA po předchozí zkušenosti rozhodně nemají zájem konflikt opět rozdmýčkovat. Izrael sice ano, ale podle nás nebude riskovat americké spojení. Ačkoli Írán ještě může šponováním požadavků a hrozbami zavřením Hormuzu pohrozit, trh si mezitím vybudoval odolnost psychickou (už na zprávy reaguje velmi tlumeně) i fyzickou (navýšení produkce ropy jinde, úspory, možné otevření cesty skrz Hormuz poblíž ománského pobřeží).

Cena ropy

V souvislosti s tím se dá čekat udržení cen ropy na nižších úrovních kolem 70 dolarů. Íránská válka posunula výhled vzhůru, ale v delším období předpokládáme zlevnění.

Čína

Bezpečnostní rizika nejsou spojena jen s Íránem. Jako obvykle je třeba zmínit Čínu, která s konfliktem na Blízkém východě opět posílila a bude navyšovat moc i v oblasti jihovýchodní Asie. Podle nás je nadále pravděpodobnější varianta dlouhodobého nátlaku na připojení Taiwanu než přímý útok, ale i to by bylo pro trhy nepřijemné.

Ukrajina

Pozitivním bezpečnostním rizikem je naopak možné přerušení či ukončení války na Ukrajině. Pozice Ruska se podstatně zhoršila, což dává šanci na jednání o příměří. Zatím by to neznamenal uvolnění sankcí, ale čekali bychom nastartování spekulací tímto směrem, stejně jako očekávání, že opadne evropská snaha navyšovat obranné rozpočty.

S&P 500

Ve prospěch akcií (index S&P 500) hovoří solidní makro výhled, udržení přílivu peněz od big techu i vlády a stále relativně příznivé nastavení měnové politiky. Valuace nevypadají příliš napjaté díky velice dobrým vyhlídkám pro zisky. Index se už dostal nad náš letošní cíl 7500 bodů, načež klesá pod něj. Fundamentálně se však vyhlídky zlepšily a v druhém pololetí vidíme prostor pro dosažení 7700 bodů. Na druhou stranu trh je po masivní rally a bude čelit revizi AI teze i dalším rizikům jako volby či poptávka po kapitálu, což nahrává udržení zvýšené volatility.

Eurodolar

Eurodolar vidíme fundamentálně výš, kolem 1,19. Poslední měsíce však vylepšily pozici dolaru díky bezpečnostním rizikům, očekávání o Fedu i tokům peněz do (především amerických) AI investic. Dolar tak může krátkodobě ještě posilovat. Přestože čekáme, že se tento pohyb v dohledné době vyčerpá, je otázkou, zda kurz ještě do konce roku stihne vystoupat až na uvedenou hodnotu. Riziko vidíme vychýlené směrem k nižším číslům.

Zlato

Charakter zlata jakožto aktiva se změnil, a to s výrazným přílivem spekulativních peněz. Jejich chování zastínilo tradiční roli zlata jako bezpečného přístavu a jeho typické reakce na reálné výnosy a dolar. Chování zlata nově odpovídá rizikovému aktivu a sledujeme na něm

výběr zisků, poté co se zájem spekulantů přesunul dominantně k polovodičům. To mění i náš výhled k horšímu, od zlata čekáme slabé výkony, dokud dřívější spekulativní nárůst ceny nebude dostatečně redukován.

ČNB

ČNB v červnu zvýšila úrokové sazby na 3,75 pct, ale neměl by to být začátek série. Naším základním scénářem je stabilita po delší dobu. Dokážeme si představit ještě mírný nárůst v případě, že se bankéři budou obávat přehřívání ekonomiky vzhledem k růstu mezd a úvěrů. Na druhou stranu rychlé odeznění externího inflačního šoku dává bance prostor pro vyčkávání.

Koruna

Kurz koruny k euru za půl roku lehce posílil do prostoru 24,25 a skromné zisky předpokládáme na koruně i pro druhé pololetí, kdy by se kurz měl posunout k 24,10. Česká měna zůstává velmi stabilní a na dění na světových trzích reaguje velice tlumeně. Vzhledem k výhledu EURUSD vidíme prostor pro posílení koruny k dolaru, a to v případě úspěšného odrazu eura až na 20,30.

Strategie

Druhý kvartál letošního prvního pololetí charakterizoval návrat dvou staronových témat, která postupně navzájem stále více interagují. Tato mezihra bude klíčová i pro investování ve druhém pololetí.

Tématem číslo jedna samozřejmě zůstává AI cyklus. Výsledková sezóna za 2Q26 byla nejsilnější od covidové pandemie. Meziroční růst zisků v rámci indexu S&P 500 o 24 % táhnou zejména růstové segmenty trhu, tedy především IT a konkrétněji polovodiče, které na ziscích meziročně přidaly až 54 % (polovodiče dokonce až +134 %). Výhled pro zbytek roku vypadá obdobně. Superlativy se to jen hemžilo ve všech částech trhu, které se jen otřely o AI téma. Máme na mysli především různá odvětví průmyslu, která jsou subdodavateli pro datacentra v oblastech navazující energetické a síťové infrastruktury.

V letošním investičním výhledu jsme avizovali, že tématu půjdeme naproti. Z investic do plynové infrastruktury nakonec sešlo, neboť energetickými trhy zamávala válka v Íránu, na kterou jsme bohužel my ani trh nebyli připraveni. Mimo širší tematické expozice skrze iShares US Infrastructure ETF jsme proto volili spíše úzce profilované expozice v průmyslovém subdodavatelském řetězci skrze tituly jako nVent Electric nebo Aixtron, které se v 1Q26 zařadily mezi naše Investiční tipy.

Zůstáváme u teze, že cyklus AI ještě nekončí

Ústřední teze letošního Investičního výhledu, kdy ještě nejsme připraveni ohlásit konec AI cyklu, zůstává nadále v platnosti. AI cyklus nejenže neskončí, ale v 1H26, zdá se, naopak opětovně zrychluje. Jednou z možností, jak tuto dynamiku na trhu odehrát, jsou akcie vlajkové lodi Nvidie, které jsme nedávno rovněž vrátili na seznam Investičních tipů.

Akcie Nvidie přesto v dosavadním průběhu roku za trhem zaostávají, neboť úzké hrdlo AI cyklu a s ním i „pricing power“ se přesouvají jinam. Byť na delším horizontu směrem ke konci příštího roku hrozí energetické limity, mezitím se jako kritické omezení výstavby AI infrastruktury pevně etablovala dostupnost a hlavně cena paměťových modulů. V souvislosti s tím má za sebou doslova snové první pololetí paměťový triumvirát Samsung, SK Hynix a Micron Technology, který jsme zmiňovali v letošním Investičním výhledu. Byť nadále setrváváme u názoru, že paměťový segment zůstane strukturálně cyklický, tenhle cyklus je mimořádný a z historického hlediska už teď bezprecedentní. Tenhle rok navíc hluboký nesoulad mezi bující poptávkou a nedostatečnou výrobní kapacitou nevyřeší. Na lepší časy se blýská až v druhé polovině příštího roku, kdy by měl spustit nové výrobní kapacity v americkém Idahu Micron. Obrovské investice do rozšíření výroby ohlásili i korejští Samsung a SK Hynix, špičky odvětví přesto odhadují nabídkový deficit až do roku 2028.

Úzkými hrdly výstavby datacenter jsou paměti či advanced packaging

Plánované obří investice směřují převážně do polovodičového kapitálového vybavení, což je další ze segmentů polovodičového sektoru, jímž se v nynějším prostředí vede náramně. Obzvláště, pokud mají prst na tepu dalšího výrobního úzkého hrdla, které jsme zmiňovali v letošním Investičním výhledu, jímž je tzv. advanced packaging. Jde o tu část polovodičového výrobního procesu, která „balí“ jednotlivé moduly (GPU, paměti, atp.) do jednoho funkčního celku a připojuje ho na další integrované obvody. Kritickou kapacitou v tomto směru disponuje především globální výrobní jednička Taiwan Semiconductor, klíčovými dodavateli jsou ASML, BE Semiconductor, nebo Applied Materials. Akcionáři těchto firem rovněž nemůžou být s 1H26 nespokojeni.

Čímž se zdánlivě uměle dostáváme k druhému ústřednímu tématu pro 2H26, jímž je návrat inflačních tlaků. Zatímco v 1H26 hýbal inflačními očekáváními, a tedy i dluhopisovými výnosy především zavřený Hormuz, nyní se už inherentní inflační tlaky projevují i jinde. Třeba právě v paměťovém polovodičovém segmentu. Neutuchající cenový tlak pramenící z hlubokého nesouladu mezi bující poptávkou a nedostatečnou výrobní kapacitou si postupně nachází cestu za brány AI datacenter. Microsoft i Apple už oznámily, že v reakci zvýší ceny spotřební elektroniky. Nový šéf Fedu Kevin Warsh tak, chtě nechtě, bude nejspíš muset zahájit mandát v jestřábím rouše. Dlouhé americké výnosy již posun zaznamenaly a znovu testují hladinu 4,5 %. Jestřábí odklon Fedu ovšem paradoxně nemusí být pro dluhopisový trh ve finále špatný. To v případě, že si Fed udrží důvěru ve svou nezávislost a protiinflační mandát.

Hodnota akcie je funkcí očekávaného cash flow a diskontní míry. Z hlediska cash flow by mělo být druhé pololetí opět silné, nadále tažené především AI investičním cyklem. S vyšší inflací a očekávaným růstem úrokových sazeb (od Fedu se do konce roku aktuálně čeká jedno zvýšení o 25 bps) ovšem roste nejistota kolem

diskontní míry, resp. dlouhého konce výnosové křivky. Již několikrát jsme v minulosti psali, že na růst výnosů reagují disproporcionálně negativně právě ty segmenty trhu, od nichž se v budoucnu čeká nejrychlejší růst zisků, resp. cash flow. V nynější situaci jsou to přirozeně jména, která jsou navázaná na AI investiční cyklus. Tedy ta samá, která mají za sebou robustní fundament a letos nezřídka růst v řádu stovek procent (místy, jako v Koreji, poháněný pákou), což je dělá náchylnými k vybírání zisků při změně vnějších podmínek. Nejhorší dny této kohorty, která jinak trh převážně táhne, přišly v prvním pololetí téměř pokaždé, když se připomenula inflační hrozba.

Rizikem pro AI jména jsou vyšší výnosy kvůli inflaci i poptávce po kapitálu

Hnacím motorem americké ekonomiky jsou mimo fiskální deficit v tuto chvíli především investice do AI infrastruktury. Hlavním hybatelem těchto investic jsou kapitálové výdaje amerického Big Techu, které letos přesáhnou třičtvrtě bilionu dolarů (MSFT+GOOGL+META+AMZN). V souhrnu za celou ekonomiku půjdeme dost možná přes bilion dolarů. Přestože je takto masivní investiční cyklus z historického hlediska bezprecedentní, doposud byl v zásadě živěný z interních zdrojů (na rozdíl od dot-com bubliny). Jenomže mezera mezi plánovaným capexem a generovaným provozním cash flow se povážlivě tenčí a spolu s tím postupně narůstá potřeba externího financování. Po dluhopisovém trhu došlo i na trh akciový. Po rekordním IPO SpaceX, jež následovala ještě emise dluhu, si hodlají dojít na trh pro dodatečný kapitál i takové těžké váhy jako Alphabet nebo Meta. Amazon zatím spoléhá na dluhové financování. Trh prozatím nechává tyto zprávy (a emise) relativně v klidu, ovšem na podzim konkurence na kapitálových trzích dále zhoustne, protože se na burzu chystají Anthropic a OpenAI. Nemluvě o postupně narůstajícím free floatu SpaceX. Vedení Anthropicu ostatně velmi otevřeně řeklo, že rozvoj AI je velmi drahá záležitost. I přes stále robustní fundament tedy nelze ve druhém pololetí vyloučit ani nervóznější a volatilnější periody, během nichž bude muset trh tyto nové emise vstřebat. Případné korekce by mohly přerůst v něco hlubšího, pokud se pro dostupný rezervoár likvidity vynoří nová konkurence, např. v podobě rychleji rostoucích japonských výnosů. Návrat japonského kapitálu „domů“ v létě 2024 dokázal trhy slušně vystrašit.

Návratnost gigantických investic je ve hvězdách. Než přijdou odpovědi, na vlně AI zůstáváme

Konečný verdikt ohledně AI cyklu bude ale nejspíš náležet jednotkové ekonomice. Právě ta totiž rozhodne o návratnosti gigantických realizovaných a plánovaných investic. Ten ale takřka určitě nezazní už ve 2H26 a bude tudíž nadále udržovat trh v nervozitě. Nová generace čipů od Nvidie Vera Rubin (potažmo MI4XX od AMD) ovšem kráčí správným směrem. Náklady na jednotku výkonu (čili FLOP) by měly u generace Vera Rubin klesnout oproti H100 o víc než 70 %.

Jenomže ruku v ruce s tím narůstá konkurenční tlak, který hrozí poklesem koncových cen, což by jednotkové ekonomice neprospělo. Vše záleží na konečné poptávce, která dle dostupných informací prozatím stále roste enormním tempem, zejména v oblasti

inference. I když i tady pozorujeme prvotní náznaky změny. Prvotní fázi adopce AI především v korporátním sektoru charakterizovala tzv. maximalizace, tedy snaha o využití co největšího objemu tokenů ve snaze zvýšit produktivitu. Poté, co se stále častěji vynořují zvěsti o tom, že ta nebo ona firma propálila letošní AI budget již během prvního pololetí, maximalizace pozvolna přechází v optimalizaci. Čili snahu o zefektivnění směřování workloadu mezi jednotlivé verze dostupných jazykových modelů od předních AI labů. Řečeno jednoduše, ne každý digitální workload vyžaduje ten nejdražší a nejpokročilejší model. Co se navenek může jevit jako další negativum pro jednotkovou ekonomiku, nakonec nemusí dopadnout pro největší (cloudové) hráče špatně. Použijeme-li dálniční analogii, to, že lidé předsednou z Ferrari do Toyoty, nesníží výběr mytného. Spíš naopak, protože levnější cestování vybízí k cestám, které bychom jinak neuskutečnili. Čímž se dostáváme zpět na začátek, neboť o konečném osudu AI cyklu rozhodne až výsledný cílový trh. Ten zatím dle všeho stále rychle roste. Dokáže 1 bil. USD letošních kapitálových výdajů vygenerovat do tří let 300 mld. USD nových tržeb, které by pokryly alespoň amortizaci výpočetního vybavení ve zrychleném 3letém režimu a my tak nemuseli spoléhat na účetní hrátky, které prodlužují životnost výpočetní kapacity na 6 let? To neví nikdo, ale nezdá se to nereálné.

Čeká nás každopádně záživné pololetí. Fundamentálně trh stále stojí na silné, byť poměrně úzké AI základně, ale otazníků je mnoho. Do doby, než přijdou odpovědi, se hodláme na AI vlně ještě chvíli vézt.

Za pozornost stojí zbitý software, který může mít diversifikační funkci

Přestože má hardware v dosavadním průběhu cyklu nad softwarem výrazně navrch, po očku (v rámci Watchlistu např. ServiceNow, Salesforce, nebo Factset Research) se už ohlížíme i v tomto těžce zbitém segmentu a rádi bychom na splašené softwarové koně v příhodné chvíli naskočili. Oproti hyperscalerům, kteří celou párty prozatím platí, mají totiž jednu nezanedbatelnou výhodu. I přes neoddiskutovatelnou AI hrozbu si totiž při absenci gigantických kapitálových potřeb stále zachovávají svůj asset-light business model, který jim na rozdíl od Big Techu nadále umožňuje generovat nadstandardní FCF i v prostředí zpomalujících tržeb. Poslední dny navíc naznačují, že by tyto tituly mohly krátkodobě plnit i diverzifikační funkci, neboť na trhu momentálně paradoxně fungují jako zajištění proti volatilnímu obchodování na hardwarových jménech.

Zhodnocení první poloviny 2026

Shrnutí našeho výhledu pro rok 2026 ve srovnání s realitou prvního pololetí začneme tím, co nám vyšlo. Hlavní teze, že dominantním tématem trhů zůstane umělá inteligence, se potvrdila ještě přesvědčivěji, než se zdálo na začátku roku možné. Americké akcie sice vstupovaly do roku s vysokým oceněním a s citlivostí na jakékoli zpochybnění investičního cyklu, ale právě výsledky firem, pokračující výdaje na výpočetní infrastrukturu a odolná ekonomika znovu převážily. S&P 500 byl za 1H 2026 zhruba o 9 % výš, Nasdaq 100 přidal dokonce přes 18 %. A můžeme narovinu říct, že za tím z většiny stály extrémně silné zisky v polovodičovém sektoru. I přes nadprůměrný růst indexů jsou totiž teď poměrové ukazatele výrazně níže, než byly na začátku roku.

Nvidia pak v květnu sama dodala nejpřesvědčivější potvrzení celé teze, když její byznys akceleroval a tržby vzrostly meziročně o více než 85 %. To přesně zapadá do našeho závěru, že bez expozice na umělou inteligenci bude pro portfolia těžké držet krok s trhem.

Vyšla také naše teze, že trh zatím nebude chtít vyhlašovat konec cyklu umělé inteligence, ale bude rozlišovat mezi čistou vírou v příběh a skutečnými penězi, které do infrastruktury tečou. V lednu jsme psali, že kapitálové výdaje velkých technologických firem zůstávají klíčovým prvkem pro růst a že se úzká místa budou postupně přesouvat od samotných čipů k pamětem, pokročilému balení (advanced packaging), síťovým prvkům, a nakonec k energii. První pololetí tuto logiku spíše potvrdilo. Zatímco jasný tržní lídr AI revoluce Nvidia se od začátku roku prakticky obchoduje do strany, jména ze sektoru pamětí (Micron, SK Hynix, Samsung), logických čipů (Intel, AMD) nebo optiky (Lumentum, Coherent) mají za sebou trojcifernou rally svých akcií. My však věříme, že toto „opomenutí“ trhu dlouho nevydrží, a proto jsme během prvního pololetí vrátili Nvidii zpátky mezi naše *investiční tipy*.

Dobře seděl i makroekonomický rámec. Čekali jsme, že americká ekonomika udrží slušné tempo a recese nebude základní scénář. Skutečnost byla blízká této představě. Americké HDP v 1Q 2026 podle posledního odhadu vzrostlo anualizovaně o 2,1 %, po 0,5 % v předchozím kvartálu. Podle odhadů však za 1,5 % z 2,1 % stojí investice spojené s AI čili toto téma nedrží nahoře už pouze akciové trhy, ale i většinový růst ekonomiky. A to je přesně prostředí, ve kterém mohou dražší akcie přežít déle, než by napovídalo samotné ocenění.

Zároveň se ale potvrdilo, že inflace zůstává nepříjemně výš, než by si centrální banky přály. Fed v červnu držel sazby v pásmu 3,50 až 3,75 % a sám upozornil, že inflace zůstává nad 2 % cílem. Naše domněnka, že slabší trh práce bude tlačit na uvolňování, ale odolná inflace bude brzdou, tak vystihla dilema Fedu velmi dobře.

Poměrně přesně jsme popsali i změnu role dluhopisů. Trh během 1H 2026 opakovaně počítal s příznivější měnovou politikou, ale zároveň musel strávit vyšší inflaci, energetický šok a velkou nabídku dluhu. Výnosy tak investorům neposkytly tak jednoznačné zajištění jako v minulých cyklech. Stejně tak se potvrdilo, že Japonsko nebude jen okrajové téma. Bank of Japan v červnu zvýšila sazbu na 1 %, nejvýš od roku 1995, a tím fakticky potvrdila naše varování, že konec japonských nulových sazeb může být jedním z nejdůležitějších globálních posunů roku.

Abychom nezůstali jen u tref, je fér zmínit i části výhledu, které zatím vycházejí hůře. Evropa byla slabší, než náš základní scénář naznačoval. Čekali jsme růst lehce přes 1 % za celý rok a oporu ve vládních výdajích, zejména v Německu, ale 1Q 2026 přinesl v eurozóně pokles HDP o 0,2 % proti předchozímu kvartálu a výraznější tlak z energií, obchodu a slabší poptávky. Meziročně eurozóna rostla pouze o 0,3 %, po 1,2 % v předchozím kvartálu. Evropský příběh tedy zatím není o postupném zrychlení, ale spíše o boji mezi fiskální podporou a novým nákladovým šokem.

Druhou odchylkou byla měnová politika. U ECB jsme čekali stabilitu sazeb, maximálně malý krok dolů, zatímco realita se kvůli vyšší inflaci posunula opačným směrem. Ve výhledu jsme předpokládali, že inflace zůstane poblíž 2 % a nebude představovat zásadní problém. Realita však byla, že inflace v květnu 2026 dosáhla 3,2 %, přičemž ještě v únoru byla na 1,9 %. Hlavním důvodem byly rostoucí ceny energií po geopolitických událostech na Blízkém východě – válku s Íránem jsme určitě nečekali. ECB na to reagovala a v červnu zvýšila sazby o 25 bazických bodů. V USA se zatím sazby nezvyšovaly, ale trh do konce roku počítá s minimálně jedním zvýšením o 25 bazických bodů, což je také výrazný posun směrem vzhůru oproti začátku roku.

U zlata se náš výhled zatím naplnil spíše argumentačně než výkonnostně. Viděli jsme v něm dobré zajištění proti slabšímu dolaru, rozpočtovým rizikům, geopolitice a postupnému narušování důvěry ve státní dluhopisy. Tyto důvody nezmizely, naopak zůstávají relevantní i pro druhou polovinu roku. Krátkodobě ale převážily jiné síly: silnější dolar a korekce spekulativního nárůstu. Zlato tak od začátku roku ztratilo zhruba 6 % a prožilo jeden z nejslabších začátků roku za mnoho let. Jako pojistka proti systémovým rizikům tedy zatím obstálo v logice portfolia, ale nikoli ve výsledném zhodnocení.

Disclaimer

Pro další informace viz <http://www.patria.cz/disclaimer.html>

Patria Finance
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 240
regulovaná ČNB

Patria - Research
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Informace pro klienty skupiny Patria

Původ dokumentu:

Tento dokument je investičním doporučením (investičním tipem) připraveným analytickým oddělením (expertní tým) společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Expertní tým zahrnuje analytiku: Tomáš Vlk, Branislav Soták, Jakub Blaha. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Datum a čas vytvoření a distribuce:

Datum a čas výše uvedené komunikace je datem a časem dokončení investičního tipu a datem a časem jeho prvního zveřejnění, pokud není uvedeno jinak; je to zároveň odpovídající datum a čas cen, pokud jsou uvedeny v tomto investičním tipu. Investiční tip je vytvořen k datu a času svého zveřejnění, pokud není uvedeno jinak. Investiční tip je aktuální, dokud není vyřazen ze seznamu investičních tipů. Patria Finance se nezavazuje aktualizovat investiční tip v žádný předem určený čas nebo v předem určené frekvenci.

Seznam všech investičních tipů vytvořených Expertním týmem na jakýkoli investiční nástroj či jeho emitenta za posledních 12 měsíců je dostupný [ZDE](#).

Patria Finance bude provádět periodické aktualizace v závislosti na vývoji dané společnosti, jejích oznámeních, tržních podmínkách a dalších veřejně dostupných informací.

Metoda oceňování:

Expertní tým k vytváření investičních tipů využívá vlastní screening společností z indexů Stoxx Europe 600 a S&P 500, který počítá vážené skóre valuace a výhledu pro růst jednotlivých firem relativně k trhu a také relativně v každém sektoru. Data využívaná ke screeningu jsou z většiny z databáze Bloomberg. Cílem tohoto procesu je prohledat zmíněné indexy z pohledu "mimořádného růstu za rozumnou cenu".

Výstupem je seřazení sektorů a individuálních společností ve 2D prostoru podle jejich relativní hodnoty a růstového potenciálu, což umožní posouzení jejich relativní atraktivity. Společnosti z obou zmíněných indexů jsou prověřovány s využitím sedmi růstových metrik (oček. tržby, oček. EPS, revize EPS za poslední 4 týdny – indikace fundamentálního momenta, oček. provozní marže, oček. zisková marže, oček. změna ziskové marže, RoE) a sedmi hodnotových metrik (oček. EV/tržby, oček. P/E, PEG (P/E k oček. dlouhodobému růstu), výnos volného cash flow, EV/EBITDA, P/B, dividendový výnos).

Výstup je předmětem následného výběru Expertním týmem na základě standardních oceňovacích technik, jako jsou DCF, DDM, porovnávání ve skupině srovnatelných společností (MBV), RoE/CoE, EV/IC ku ROIC/WACC, se zaměřením na zajímavé investiční příběhy a dlouhodobý růstový potenciál. Popis zmíněných standardních oceňovacích technik je k dispozici [ZDE](#).

Především v případě krátkodobých investičních tipů Expertní tým přihlíží také k dalším proměnným, které jsou těžko modelovatelné. Zahrnují momentum (pozitivní/negativní tržní sentiment směrem ke společnosti, projevový v silné tendenci zvyšovat/snižovat expozici), finanční výsledky (zda výsledky povedou ke zlepšení/zhoršení tržních konsenzuálních odhadů), zprávy/události (například o fúzích, akvizicích, projevech vyšší moci, změnách regulace) nebo technické signály (standardní ukazatele jako technická podpora/resistence, prolomení dlouhodobých trendů na grafech).

Investiční tipy Patria Finance jsou principiálně zaměřené pouze na dlouhé pozice, proto v posledních 12 měsících bylo 100 % doporučení ve směru Koupit (tj. očekávaný celkový výnos vč. dividend 5 % a více). Když investiční tip přestane být aktuální, Patria Finance ho vyřadí ze seznamu investičních tipů. Vyřazené tipy včetně celé historie jsou následně dostupné [ZDE](#). K investičnímu tipu se nevztahuje konkrétní zveřejňovaná cílová cena.

Konflikt zájmů:

Investiční tip není připravován v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k vytváření nezávislého investičního výzkumu, a není předmětem zákazu obchodování před vlastní distribucí. I přesto byl tento dokument i další dokumenty připravované Expertním týmem vytvořen v souladu s pravidly pro zamezení střetu zájmů.

Propojené entity a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou uskutečňovat investiční rozhodnutí, která nejsou konsistentní s investičními doporučeními Expertního týmu nebo názory vyjádřenými v daných dokumentech. Investoři by proto měli tento daný investiční tip považovat pouze za jeden z několika faktorů při svých investičních rozhodnutích.

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do střetu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patrie. Doporučení makléřů Patrie či jiných zaměstnanců Patrie, ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na (i) investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem (ii) na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Část analytického týmu vytvářející investiční tipy je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost

Střet zájmů

Patria Finance ani entity ze skupiny KBC nemají žádnou korporátní dohodu s emitentem akcií, na které Patria Finance vydala expertní doporučení, a proto Patria Finance neoznamuje podíl doporučení Koupit/Držet/Prodat (či ekvivalent) za posledních 12 měsíců a podíl emitentů odpovídající každé z této kategorií, se kterými měla za posledních 12 měsíců vztah v investičním bankovníctví.

Odměna analytiků:

Členové Expertního týmu jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovnictví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných investičních tipech.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria Finance při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoli finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.