

Kdyby investoři vnímali hrozby, trhy by byly o 10 procent níže

Akciové trhy se drží blízko historických maxim, ale pod povrchem roste napětí. Podle investičního ředitele Amundi Petra Zajíce ignorují trhy realitu. „Kdyby investoři reflektovali skutečné hrozby, musely by být akciové trhy o deset patnáct procent níže,“ říká. „Dokonalý“ obrázek může podle něj rozbít například škobrtnutí americké ekonomiky nebo vojenský konflikt velkého rozsahu. V rozhovoru vysvětluje, proč vystřízlivění může přijít rychle, jak se analytici vyrovnávají s iracionalitou davu i kdo budou skuteční vítězové další fáze technologické revoluce. „Dnes jsou lídry revoluce nejbohatší firmy světa s obrovskou kapitálovou silou. Mají zdroje na to, aby obrovské kapitálové investice, které v současnosti probíhají, ufinancovaly. Otázkou spíš zůstává, jak rychle se tyto investice vrátí,“ popisuje Zajíc.

Martin Petříček

martin.petricek@economia.cz



Trhy ignorují realitu a jedna rána může zničit iluzi dokonalosti

Petr Zajíc, investiční šéf Amundi, v rozhovoru přibližuje, co se v současnosti děje na kapitálových trzích, kdo budou skuteční vítězové další fáze technologické revoluce a jak se analytici vyrovnávají s iracionalitou davu.

Akciové trhy se drží blízko historických maxim, ale pod povrchem roste napětí. Euforie kolem umělé inteligence se mění: pozornost se přesouvá od čipů a softwaru k infrastruktuře, energetice a tvrdým požadavkům návratnosti kapitálu. Investiční ředitel Amundi Petr Zajíc nevidí největší nebezpečí pro investory v technologických gigantech, ale v geopolitice a v tom, jak trhy přehlížejí ekonomickou realitu.

Na trzích v posledních týdnech panuje nervozita spojená s poklesem akcií firem napojených na umělou inteligenci. Přichází splasknutí bubliny?

Nevídel bych to tak dramaticky. O splasknutí bubliny se mluví delší dobu, ale čísla to zatím nepotvrzují. Největší technologické firmy známé jako Magnificent 7 tvoří přibližně polovinu technologického indexu Nasdaq. Ten se aktuálně pohybuje jen několik procent pod svými historickými maximy. Jde o běžný pohyb v pásmu mezi 22 a 24 tisíci body, ve kterém se index drží v posledních měsících. Abychom mohli hovořit o splasknutí bubliny, museli bychom vidět propad o desítky procent. A navíc, tu bublinu bychom nejdřív museli skutečně mít. Spíš si myslím, že v ní nejsme.

Některé tituly, jako výrobce čipů Nvidia, připsaly v předchozích letech stovky procent. Argumentem pro bublinu je i extrémní ocenění těchto firem. To nejsou nafouknutá aktiva?

Jestli na trhu vidím něco jako bublinu, je to zlato. U něj došlo k masivnímu nárůstu ceny, aniž by se jakkoliv změnil fundament. U technologických titulů je to jiné. Jsou drahé, o tom není sporu. Ale jejich ocenění vyjádřené poměrem ceny akcie k zisku zůstává už tři čtyři roky víceméně konstantní. Pohybuje se kolem 35- až 38násobku zisků. Pokud akcie vyrostla o 150 procent, ale firmě o stejných 150 procent vzrostly i zisky, pak se o bublině nedá mluvit. Je to růst podložený výkonem.

Liší se tato situace od dotcom bubliny z roku 2000?

Zásadně. Tenkrát byli tahouny revoluce nováčci, kteří neměli žádný kapitál a často ani zisk. Dnes jsou lídry revoluce nejbohatší firmy světa s obrovskou kapitálovou silou. Mají zdroje na to, aby obrovské kapitálové investice, které v současnosti probíhají, ufinancovaly. Otázkou spíš zůstává, jak rychle se tyto investice vrátí. Ale fundamentálně jsou lidé v nesrovnatelně lepší kondici, než byli ti v roce 2000.

Co se tedy nyní na trhu děje? Je to jen klasické vybírání zisků, nebo začíná hlubší proměna zájmu investorů?

Nastává určitá sektorová rotace. Přesouváme se do další fáze technologické AI revoluce. První fáze byla věcí přímých investic do „nástrojů“. Museli jste mít někoho, kdo vyrobí stroj na čipy. To je třeba ASML. Pak někoho, kdo vyrobí samotný čip, jako je Nvidia. Teď se posouváme k infrastruktuře. A investory začíná zajímat také návratnost. Už se neptají jen na to, kolik čipů se prodá, ale jestli se jejich nasazení opravdu propíše do zisků koncových uživatelů a do efektivity ekonomiky.

Znamená to, že technologické giganty už nebudou hlavními tahouny růstu?

Jejich náskok se dramaticky zmenšuje. V letech 2022 až 2024 byl průměrný růst zisku na akcii u technologických gigantů kolem 38 procent, zatímco zbytek trhu se pohyboval kolem nuly. V takové situaci bylo složitější vybírat jiné tituly. Dnes se rozdíl zmenšuje a podle našeho názoru bude tento trend pokračovat. Odhadujeme, že letos technologie porostou o 12 procent a zbytek trhu o 7 až 8 procent. Je potřeba se dívat na firmy, které AI implementují pro zvýšení vlastní efektivity, a na ty, které tvoří fyzickou páteř této revoluce.

Abychom mohli hovořit o splasknutí bubliny, museli bychom vidět propad o desítky procent.

Kdo jsou noví vítězové, na které se teď trh zaměřuje?

Vývoj a využívání AI bych rozdělil minimálně na pět fází. První byly stroje na čipy a čipy samotné. Druhá fáze byl software a první výstupy jako ChatGPT. Třetí je infrastruktura. Energetika, produkce elektřiny, měděné kabely, chlazení. Tady už neběhají po hřišti jen technologické firmy, ale i průmysloví obři jako Schneider Electric nebo výrobci kabelů jako Prysmian. Čtvrtá fáze budou firmy, které přijdou s konkrétním AI produktem, a v páté fázi se rýsují jasné benefity pro velké množství koncových uživatelů. Paralelně nyní probíhá druhá a třetí fáze a postupně se blížíme ke čtvrté.

Týká se rotace i sektorů, které s IT nesouvisí?

Určitě, AI boom není omezen jen na technologický sektor. Extrémní koncentrace trhu v roce 2024, kdy sedm firem z indexu S&P 500 vytvořilo 85 procent veškerého bodového zisku,

byla nezdravá a dlouhodobě neudržitelná. Pozornost se ale obrací například také k farmacii a zdravotní péči. AI může zásadně urychlit vývoj léků, což znamená nižší náklady a rychlejší uvedení na trh. Profitovat mohou také výrobci a distributoři energií díky hladu po energiích. Otevírá to celou řadu investičních příležitostí.

Jak se to projeví na trzích? Když AI pomůže zvýšit firmám produktivitu, bude růst akcií dlouhodobě zaručený?

Teoreticky ano. Ale jen do chvíle, než státy změní pravidla hry a přistoupí ke změnám ve zdanění. Společenský systém je stovky, možná tisíce let postaven na tom, že lidé pracují, platí daně, sociální a zdravotní pojištění, a z toho stát financuje důchody a veřejné služby. Pokud ale práci začne masivně přebírat technologie nebo roboti, ti daně platit nebudou. Bohatství se začne přesouvat od lidí a státu přímo do korporátních zisků. To je problém, na který bude muset společnost reagovat, jinak přestane fungovat.

Jak by měla reagovat?

První náznaky už vidíme, například u elektromobility. Některým zemím výrazně klesají příjmy ze spotřební daně z pohonných hmot a hledají nové způsoby zdanění. Třeba v Británii připravují daň za každou ujetou míli. Podobně to dopadne i s AI. Pokud státům vypadnou příjmy ze zdanění práce, budou muset začít vybírat peníze jinde. Pravděpodobně přímo z technologických zisků.

Akciové trhy mají za sebou tři roky nadprůměrného růstu. V historii není příliš mnoho situací, kdy šly rychle nahoru i ve čtvrtém. Nejsou z toho trhy nervózní?

Zdá se, že trh nyní trochu ignoruje realitu. Jsme sice blízko historických maxim, ale nervozita, která by odpovídala geopolitické situaci, není vidět. Kdyby investoři reflektovali skutečné hrozby, musely by být akciové trhy o deset patnáct procent níže. Místo toho sledujeme stav, který nazývám „oceněním dokonalosti“. Index S&P 500 se obchoduje za 25násobek zisků, což by bylo rozumné ocenění, kdyby americký HDP rostl o pět procent a inflace se sazbami byla na jednom procentu. Ve skutečnosti se růst americké ekonomiky pohybuje kolem dvou procent a sazby i inflace zůstávají vysoko nad standardem posledních pětadvaceti let. A růstový potenciál, zejména těch největších firem, je už dnes podstatně menší než před dvěma třemi lety, minimálně díky výrazně vyšší srovnávací základně.

Zmínil jste ignorování geopolitiky. Co konkrétně považujete za největší riziko, které investoři nechťejí vidět?

Zcela zásadní je to, co předvádí Donald Trump. Bohužel jsme svědky totálního „rozmontování“ mezinárodních pořádků a principů, které tady fungovaly od konce druhé světové války. Nejde jen o politické deklarace. Když americký prezident vyhazuje šéfkou statistického úřadu a kvůli opakovaným shutdownům (omezený provoz federálních úřadů nastupující, když Kongres neschválí jejich financování – pozn. red.) přestávají fungovat instituce, najednou se nemůžete spolehnout ani na základní ekonomická data. To je pro investory naprostá hrůza. K tomu si připočtete, že se celní zátěž v USA znásobila. Před pár lety byla průměrná celní sazba kolem tří procent, dnes jsme na patnácti. Trhy to zatím přehlížejí, ale impuls k vystřízlivění může přijít velmi rychle.

Pokud jsou trhy takto odtržené od reality, co je drží nahoře?

Jedním z hlavních důvodů je stále vysoká likvidita, na trzích je hodně peněz. Efekt covi-

dových „peněz z vrtulníku“ už vyprchal, teď už hraje klíčovou roli přerozdělení bohatství, zejména v USA. Zatímco před dvaceti lety přiváděla peníze na trh hlavně střední třída přes penzijní a podílové fondy, dnes většinu kapitálu generuje 15 až 20 procent nejbohatších. Střední třídě kvůli inflaci často nezbyvá prostor na investování. Bohatství se tak koncentruje v užším okruhu lidí, kteří dál investují a drží trh nahoře. Je to ale křehká rovnováha. Pokud by přišel delší problém na trhu práce nebo další inflační vlna, i tato skupina může změnit chování. To by se mohlo stát spouštěčem výraznější korekce.

Co by mohlo ten „dokonalý“ obrázek trhu rozbit?

Kromě zmíněného trhu práce či škobrtnutí americké ekonomiky je to vojenský konflikt velkého rozsahu. Ukrajina, Venezuela či Írán jsou z pohledu globálního technologického rozvoje země s minimálním vlivem. Ale konflikt mezi Čínou a Tchaj-wanem by byl úplně jiný příběh. Tchaj-wan je nejzranitelnějším místem světa z hlediska technologické soběstačnosti. Jeho dominance v produkci čipů znamená, že jakýkoliv problém v této oblasti by znamenal okamžitý a drtivý dopad na celý světový trh.

Larry Fink z BlackRock mluví o demokratické investování, o tom, že i domácnostem snížšími příjmy se otevírá přes finanční trhy cesta k prosperitě. Vidíte to jinak?

Jedna věc jsou technologie – každý si přes aplikaci může koupit akcii za minimální poplatek. To je skvělé. Ale má to právě i druhý rozměr. Vysoká inflace postihla střední třídu nejvíc a její disponibilní příjem pro investice se dramaticky snížil. Takže sice máme demokratické nástroje, ale bohatství se čím dál více koncentruje.

Platí to i v Evropě?

Evropa je víc rovnostářská, ale má zase jiné, strukturální potíže. Jsme v kleštích mezi sekundárními dopady Green Dealu a technologickým náskokem Číny. Odklon od spalovacích motorů a energetická náročnost zpracovatelského průmyslu kontinent extrémně oslabují. Pro Evropu je ta situace v něčem ještě těžší než pro Ameriku, protože nemáme tu dravost a technologickou dominanci v sektorech budoucnosti. Struktura investic je tady navíc zcela opačná. Češi mají 60 procent prostředků v konzervativních produktech, jako jsou termínované vklady nebo spořicí účty, zatímco v USA je 60 procent v rizikovějších aktivech typu akcií. Dává nám to určitý polštář, ale také to znamená, že bohatneme mnohem pomaleji.

Amundi označilo rok 2026 jako rok kontrolovaného chaosu. Měsíc a půl je za námi. Daří se chaos krotit?

Chaos tu bezpochyby je, stačí se podívat na geopolitiku. Zatím jsme se ale vyhnuli zásadnímu průsvihu. Trhy plují v rozbouraných vodách, ale na ledovec nenarazily. Bohužel žijeme tak trochu v postfaktické době, kdy lze zpochybnit téměř cokoliv, a odhadovat vývoj je mimořádně složité. Institucionální investoři musí svá rozhodnutí opírat o hlubokou analýzu a fundamenty. Vedle toho ale dnes tvoří až třetinu trhu retail, který často fundamenty neřeší. Kapitál tak proudí i do projektů bez vnitřní hodnoty. Dříve či později přijde vystřízlivění a v tu chvíli se může kontrolovaný chaos změnit v nekontrolovaný.

Znamená to tedy, že tradiční analytická práce ztrácí v dnešním světě smysl?

Právě naopak, nabývá na důležitosti jako pojistka, ale je to mnohem těžší boj. Dříve jsme soupeřili s jinými analytiky o to, kdo lépe přečte trh. Dnes soupeříme s iracionalitou

davu, který je poháněn algoritmy sociálních sítí a přebytkem peněz v rukou úzké elity. My jako asset manageři musíme být o to disciplinovanější. Nemůžeme si dovolit naskočit na každou vlnu. Ke každé investici musíme mít zpracovanou analýzu a regulátorovi v případě potřeby vysvětlit, na základě čeho jsme danou akci koupili. Může to být sporné, mohou na to být různé názory, ale musíme to umět obhájit.

Jak při analýzách a výhledech pracujete s emocemi retailových investorů, které mohou hýbat trhem?

Podle mého názoru to je spíše sentiment než emoce. Emoce jsou spíše nekontrolované, za-

Kdyby investoři reflektovali skutečné hrozby, musely by být akciové trhy o deset patnáct procent níže.

let zdesetinásobila, než přišla prudká korekce. Trh má prostě tendenci nadšení přehánět a pak vystřízlivět.

Které regiony jsou z investičního pohledu oblíbené?

Otázka by měla znít jinak: kdo ztrácí svou oblíbenost? A to jsou Spojené státy. Paradoxně to není vidět na samotných akciových indexech, spíš na měně. Ono to není na první pohled zřejmé, ale loni měl index S&P 500 v dolarovém vyjádření největší podvýkonnost vůči indexu MSCI World bez USA za posledních 33 let. Když se díváte na výkonnost v lokálních měnách, Amerika i Evropa vypadají po-

Doporučil byste dnes investorům omezit Ameriku kvůli geopolitice či domácímu napětí?

Úplně opustit americký trh nepřipadá v úvahu. Spojené státy jsou natolik dominantní, že si je investor nemůže dovolit držet významně podvážené. My jsme před prezidentskými volbami 2024 navýšili váhu USA s tím, že trh podceňoval šanci na vítězství Donalda Trumpa, a očekávali jsme, že případná reakce trhů bude pozitivní. To se potvrdilo. Po inauguraci jsme ale váhu snížili, primárně kvůli valuacím a extrémní koncentraci indexu v akciích Magnificent 7 (*Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia a Tesla, pozn. red.*).



tímco sentiment má určitou kotvu. Problém je, že se výrazně zjednodušil způsob uvažování. Lidé si říkají: „Tu firmu znám, používám její produkt, takže nemůže zkrachovat.“ To je zkratka, která nahrazuje fundamentální analýzu. Na sociálních sítích nebo v reklamě dnes musíte sdělení vměstnat do třiceti vteřin, jinak ztratíte pozornost. Stejná zkratkovitost se bohužel přenáší i do investování.

Jak se to tedy promítá do práce akciových analytiků?

Každá analýza sice musí být postavená na aktuálních datech, ale vždy v ní je nějak přítomen subjektivní prvek daného analytika nebo celého týmu. Pokud je trh euforický, třeba kolem AI, mohou být i analytici v odhadech optimističtější, než je realita. Firmě, u které trh čeká růst tržeb o 15 procent, někdo najednou predikuje třeba 25procentní růst zisku. Samozřejmě to prochází interní oponenturou, ale oblíbenci trhu existují. Dříve to byla Tesla nebo Apple, dnes je to Nvidia. Tyto „příběhy“ ale mají tendenci přestřelovat oběma směry.

PETR ZAJÍČ (54)

■ Investiční ředitel společnosti Amundi Czech Republic, odpovídá za tvorbu investiční strategie a vedení týmu portfolio manažerů.

■ Profesní zkušenosti získal mimo jiné ve společnostech Conseq Finance, Patria Finance a ČSOB.

■ Část kariéry strávil ve Vídni, kde se specializoval na akcie rozvíjejících se evropských trhů.

Foto: HN – Honza Mudra

Které příběhy jsou dnes největšími oblíbenými analytiků?

Jsou to stále obecně akcie, kde je potenciál růstu. Zdroj toho růstu může být různý. Technologie a AI jsou jeden směr. Druhým může být obranný průmysl – válka na Ukrajině a navyšování rozpočtů mění poptávku. Pak jsou tu inovační příběhy typu Novo Nordisk, jehož hodnota se díky novému léku během pár

dobně. Jenže dolar proti euru oslabil zhruba o 13 procent. A to dramaticky mění obrázek. Evropský trh tak v dolarovém přepočtu neudělal 17, ale kolem 30 procent. Měnový efekt byl zásadní.

Bude tahle relativní slabost USA pokračovat?

Myslím, že ano. Americká „prémie za dokonalost“ je extrémně vysoko a musí se postupně snižovat. Naopak evropský „diskont“ za neefektivitu, ideologii nebo pomalost je možná přehnaný. Zároveň roste váha rozvíjejících se trhů na globálním růstu.

Takže kdo je teď favorit?

Univerzální odpověď neexistuje. Latinská Amerika může být zajímavá, pokud se podaří stabilizovat veřejné finance. Indie má demografii a právní rámec, Čína zase efektivitu řízení. Všude ale najdete strukturální problémy. Proto dlouhodobě dává smysl globální diverzifikace přes MSCI World nebo All Country indexy. Sázet všechno na jeden region je zbytečné riziko.

Jak dnes přemýšlíte o riziku větší korekce ve Spojených státech?

Riziko existuje. Právě ta dlouhodobá prémie, kterou USA na trzích dostávají, se může v krizových momentech otočit proti investorům. Viděli jsme to v minulosti: Evropa sice většinu let zaostávala, ale v letech poklesu padala méně než USA. Pokud by došlo k systémovému problému, propad může být v Americe výraznější.

Promítá se geopolitika přímo do konstrukce portfolia?

Musíme balancovat fundament a sentiment. Warren Buffett si může dovolit jít proti trhu roky. My ne. Nemůžeme být extrémně odlišní, jinak ztratíme důvěru investorů. Proto držíme regionálně spíš neutrální pozice a hrajeme takzvané styly – rovnovážné indexy, střední a menší společnosti v Evropě i USA, dividendové příběhy v Japonsku. Méně řešíme region jako takový, víc konkrétní byznysmodel a ocenění. Zjednodušeně: svět se regionálně přeskupuje, americká dominance už není tak nezpochybnitelná, tedy globální diverzifikace zůstává nejrozumnější strategií.